

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**O COMPORTAMENTO DO INVESTIMENTO EM CARTEIRA – BRASILEIRO E  
ESTRANGEIRO – DE 1995 AO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2009**

**GIOVANI CARELLI**

**FLORIANÓPOLIS, NOVEMBRO DE 2009.**

**GIOVANI CARELLI**

**O COMPORTAMENTO DO INVESTIMENTO EM CARTEIRA – BRASILEIRO E  
ESTRANGEIRO – DE 1995 AO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2009**

Trabalho apresentado à Universidade  
Federal de Santa Catarina, como  
requisito para a conclusão do Curso de  
Graduação em Ciências Econômicas

Aluno(a): Giovani Carelli

Matrícula: 0510647-8

Telefone: 88399222 – E-mail: [gcarelli@gmail.com](mailto:gcarelli@gmail.com)

Orientador: Prof. Roberto Meurer

De acordo:

**FLORIANÓPOLIS, NOVEMBRO DE 2009.**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

Esta monografia foi julgada adequada para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, e aprovada em sua forma final pelo Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo nota média \_\_\_\_.

---

Prof. Roberto Meurer  
Orientador

---

Prof. Newton Carneiro Affonso da Costa Júnior  
Membro da Banca Examinadora

---

Prof.<sup>a</sup> Vivian Garrido Moreira da Silva  
Membro da Banca Examinadora

Florianópolis, Novembro de 2009.

*“The doubter is a true man of science;  
he doubts only himself and his  
interpretations, but he believes in  
science.”*

Claude Bernard

## RESUMO

Este trabalho consiste em analisar o comportamento dos fluxos de investimento em carteira, brasileiro e estrangeiro, nas modalidades de renda fixa e ações, no período de 1995 ao primeiro semestre de 2009. Foi investigada a relação destes fluxos com algumas variáveis macroeconômicas brasileiras (taxa Selic, câmbio Real/Dólar, taxa de juros das *T-Notes*, risco-país e PIB), na tentativa de relacionar suas inflexões, manutenções e tendências com a conjuntura econômica do período. Como base para o estudo, foi feita uma revisão das teorias econômicas que o englobam, como também uma breve revisão da conjuntura econômica em questão. Por fim, foram realizados testes de correlação entre os fluxos e as variáveis macroeconômicas, no intuito de quantificar estas relações. Os resultados apontam para uma forte ligação entre eventos de natureza conjuntural – e, por consequência, mudança de expectativas – e o comportamento dos investidores, tanto brasileiros quanto estrangeiros, apesar desta ligação não ser capturada totalmente pela análise estatística, devido ao grande número de variáveis envolvidas.

Palavras-chave: Investimento Estrangeiro em Carteira, Investimento Brasileiro em Carteira, C-Bonds, Política Monetária, Fluxo de Investimento, Dívida Externa, Balanço de Pagamentos, Risco, taxa Selic.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1 – Investimento Externo - % do PIB – 1975 a 2008 .....	11
Gráfico 2.1 – A Relação Risco-Retorno .....	28
Gráfico 3.1 – Taxa Selic – Média Trimestral .....	42
Gráfico 3.2 – Produto Interno Bruto e Variação Trimestral .....	43
Gráfico 3.3 – Spread C-Bond / Bônus Global República (40) .....	45
Gráfico 3.4 - Taxa de câmbio- Média de período - trimestral - R\$/US\$ .....	46
Gráfico 3.5 – Taxa de Juros das Treasury Notes .....	48
Gráfico 4.1 – EMBI+ Spread .....	51
Gráfico 4.2 – Investimento Brasileiro em Carteira – Renda Fixa .....	54
Gráfico 4.3 – Investimento Brasileiro em Carteira – Ações de Companhias Estrangeiras .....	59
Gráfico 4.4 – Investimento Estrangeiro em Carteira – Renda Fixa.....	65
Gráfico 4.5 – Investimento Estrangeiro em Carteira – Ações de Companhias Brasileiras .....	70

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 2.1 – Resumo do Balanço de Pagamentos .....	20
Tabela 4.1 – Correlação e Significância – IEC – Ações de Companhias Brasileiras.....	75
Tabela 4.2 – Correlação e Significância – IEC – Renda Fixa .....	76
Tabela 4.3 – Correlação e Significância – IBC – Ações de Companhias Estrangeiras .....	78
Tabela 4.4 – Correlação e Significância – IBC – Renda Fixa .....	80

# SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
1.1. OBJETIVOS .....	12
1.1.1. <i>Geral</i> .....	12
1.1.2. <i>Específicos</i> .....	12
1.2. METODOLOGIA.....	13
<b>2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....</b>	<b>14</b>
2.1. O BALANÇO DE PAGAMENTOS.....	14
2.1.1. <i>Conceito e Objetivos</i> .....	14
2.1.2. <i>A Estrutura do Balanço de Pagamentos</i> .....	15
2.1.3. <i>A Contabilização do Balanço de Pagamentos</i> .....	20
2.2. A TEORIA DA ESCOLHA DE ATIVOS .....	24
2.2.1. <i>A Demanda por Ativos</i> .....	24
2.2.2. <i>Risco e Retorno Esperados</i> .....	25
2.2.3. <i>A Relação Risco x Retorno</i> .....	27
<b>3. A CONJUNTURA BRASILEIRA .....</b>	<b>30</b>
3.1. O PRIMEIRO GOVERNO FHC E A CRISE CAMBIAL (1995–1999) .....	30
3.2. O SEGUNDO MANDATO DE FHC (1999–2002) .....	34
3.3. A POLÍTICA ECONÔMICA DO GOVERNO LULA (2003–2004) .....	37
3.4. AJUSTE E RETOMADA (2005–2006).....	39
3.5. CRESCIMENTO E CRISE (2007–2008).....	43
3.6. O PRIMEIRO SEMESTRE DE 2009 .....	47
<b>4. O COMPORTAMENTO DO INVESTIMENTO EM CARTEIRA .....</b>	<b>49</b>
4.1. INVESTIMENTO BRASILEIRO EM CARTEIRA – RENDA FIXA.....	50
4.1.1. <i>1º Trim. 2005 – 3º Trim. 2007</i> .....	50
4.1.2. <i>4º Trim. de 1997</i> .....	50
4.1.3. <i>1º Trim. 1998 – 3º Trim. 1998</i> .....	51



4.1.4. 4º Trim. 1998 .....	51
4.1.5. 1º Trim. 1999 .....	52
4.1.6. 2º Trim. 1999 – 4º Trim. 2001 .....	52
4.1.7. 2002.....	55
4.1.8. 2003 – 2007.....	55
4.1.9. 1º Trim. 2008 .....	56
4.1.10. 2º e 3º Trim. 2008 .....	56
4.1.11. 4º Trim. 2008.....	57
4.1.12. 1º e 2º Trim. 2009 .....	57
4.2. INVESTIMENTO BRASILEIRO EM CARTEIRA – AÇÕES DE COMPANHIAS ESTRANGEIRAS.....	58
4.2.1. 1995 – 3º Trim. 2000.....	58
4.2.2. 4º Trim. 2000 – 2002.....	60
4.2.3. 2003 – 1º Trim. 2006.....	61
4.2.4. 2º Trim. 2006 – 1º Trim. 2008 .....	61
4.2.5. 2º Trim. 2008 .....	62
4.2.6. 3º Trim. 2008 – 2º Trim. 2009 .....	63
4.3. INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA – RENDA FIXA.....	64
4.3.1. 1995 – 3º Trim. 1997 .....	64
4.3.2. 4º Trim. 1997 – 2001.....	66
4.3.3. 2002.....	67
4.3.4. 2003 – 1º Trim. 2005.....	67
4.3.5. 2º Trim. 2005 – 1º Trim. 2008 .....	68
4.3.6. 2º Trim. 2008 – 2º Trim. 2009 .....	68
4.4. INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA – AÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS.....	69
4.4.1. 1995 – 1997.....	69
4.4.2. 1998 – 3º Trim. 2004.....	69
4.4.3. 4º Trim. 2004 – 2º Trim. 2008 .....	71
4.4.4. 3º Trim. 2008 – 2º Trim. 2009 .....	72
4.5. INFERÊNCIA ESTATÍSTICA .....	72
4.5.1. Metodologia.....	73

4.5.2. IEC – Ações de Companhias Brasileiras.....	73
4.5.3. IEC – Renda Fixa.....	76
4.5.4. IBC – Ações de Empresas Estrangeiras.....	77
4.5.5. IBC – Renda Fixa.....	78
4.6. O INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO EM PERSPECTIVA .....	80
<b>5. CONCLUSÃO .....</b>	<b>82</b>
<b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>85</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Este estudo trata do Investimento de Portfólio, ou em Carteira, como são referenciados pelo Banco Central de Brasil em suas respectivas contas no Balanço de Pagamentos. Trata do comportamento do investimento brasileiro feito em ativos originários de outros países, como também do investimento estrangeiro feito em ativos domésticos. Assim como as demais rubricas do Balanço, este tipo de investimento é analisado sob a forma de um fluxo, um movimento de divisas entre o Brasil e o resto do mundo.

A importância do estudo do investimento em carteira é evidenciada diariamente nas manchetes dos principais meios de comunicação do país. A partir do início da década de 1990, com o progressivo movimento de abertura ao investimento estrangeiro, seja ele direto ou de portfólio, a participação deste na economia brasileira tem crescido fortemente (gráfico 1). Esta mudança tem alterado profundamente o comportamento dos agentes econômicos nacionais e internacionais, sejam eles pessoas físicas, empresas ou governo. É por este motivo que, somado a tendência mundial à abertura econômica e ao movimento livre de fatores de produção, eventos ocorrendo a milhares de quilômetros fazem a primeira página em publicações de economia nacionais.

O sistema financeiro internacional tem a função de, sob a forma mais eficiente possível, elaborar o processo de produção e distribuição da economia como um todo, maximizando assim a capacidade e ganhos do comércio mundial, de acordo com a divisão internacional do trabalho. (CHACHOLIADES, 1990). A maior presença de capital estrangeiro no país tem vantagens e desvantagens. Por um lado, permite que o país se beneficie desta melhor distribuição de recursos econômicos ao redor do mundo, provocando aumento da renda, do emprego e por conseqüência, do bem-estar da população. Por outro lado, esta maior abertura aumenta a vulnerabilidade do país a crises de restrição à liquidez e a variações na

percepção de risco, por parte dos investidores, em relação aos ativos brasileiros. Estes últimos quinze anos, período estudado neste trabalho, foram marcados por diversos episódios que puderam evidenciar esta hipótese.

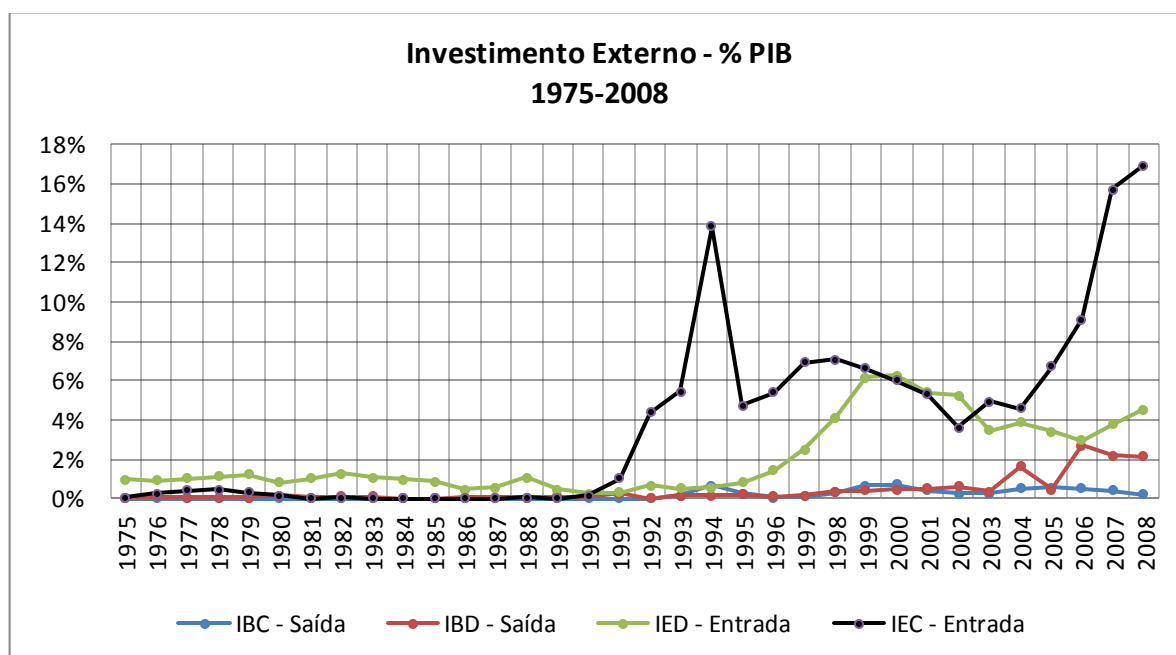


Gráfico 1.1 – Investimento Externo - % do PIB – 1975 a 2008 (Fonte: Banco Central do Brasil)

O investimento em carteira, assim como o investimento direto, também é parte integrante deste processo, conforme se pode notar no gráfico. Com a maior mobilidade de capitais, fenômeno mundial favorecido pelos avanços tecnológicos nas áreas da tecnologia da informação e telecomunicações, esta forma de investimento se tornou um meio importante na captação de recursos pelos agentes econômicos.

Desde 1995, com a consolidação da estabilidade de preços, o Brasil tem fundado seus alicerces de forma cada vez mais sólida no mercado internacional de ativos financeiros, graças aos inúmeros ajustes pelos quais a economia brasileira teve que passar e que contribuíram para o aumento de sua credibilidade externa. Neste contexto, é essencial que se

procure compreender quais os condicionantes que levaram este fenômeno a ocorrer, e que conseqüências o mesmo poderá trazer para o futuro do país.

Por fim, talvez pelo fato do investimento em carteira representar - até meados da década de 1990 - apenas uma porção modesta do fluxo de investimento externo, a bibliografia contemplando esta conta é relativamente escassa, em comparação com o estudo do investimento direto. No entanto, com o aumento drástico da entrada de capitais e o crescimento – ainda modesto – do investimento brasileiro via esta forma de investimento, é fundamental que esta área da economia brasileira também seja estudada e compreendida.

## **1.1. Objetivos**

### ***1.1.1. Geral***

Analisar o comportamento dos investimentos brasileiro e estrangeiro em carteira, de 1995 ao primeiro semestre de 2009, procurando identificar tendências, mudanças e manutenções mais significativas.

### ***1.1.2. Específicos***

- Compreender as teorias que envolvem o comportamento do investidor brasileiro e estrangeiro;
- Estudar o Balanço de Pagamentos e apresentar sua importância como ferramenta de política econômica;
- Correlacionar o investimento estrangeiro em renda fixa e ações de companhias brasileiras e o investimento brasileiro em renda fixa e ações de companhias estrangeiras com a taxa Selic, o câmbio Real/Dólar, a taxa de juros dos *Treasury Notes*

americanos, o risco-país e o Produto Interno Bruto, identificando quais dos indicadores acima tem efeito sobre o comportamento do investimento estrangeiro e brasileiro ou sofrem os efeitos destes últimos, e examinando se as correlações identificadas como relativamente fortes tem significância estatística.

## **1.2. Metodologia**

O estudo será realizado de duas formas, uma qualitativa e outra quantitativa. A primeira será utilizada no estudo do comportamento do investimento em carteira e a segunda na identificação de correlações e significância estatística. Quanto à argumentação, será utilizado o método dedutivo para a análise qualitativa e o método indutivo para a análise quantitativa.

O trabalho será constituído de quatro capítulos, além da introdução e conclusão. O segundo capítulo será uma revisão bibliográfica das teorias envolvidas no estudo do investimento em carteira, mais especificamente, o Balanço de Pagamentos e a Teoria da Escolha de Ativos. O terceiro será constituído de uma breve recapitulação da conjuntura econômica brasileira no período em questão, com enfoque voltado ao setor externo. O quarto capítulo englobará a análise qualitativa do comportamento do investimento em carteira, seguida da análise estatística.

Os dados utilizados neste estudo serão de periodicidade trimestral, do primeiro trimestre de 1995 ao segundo trimestre de 2009, recuperados do *site* do Banco Central do Brasil e do Ipeadata na Internet. A revisão conjuntural será feita por meio de relatórios anuais publicados pelo Banco Central e bibliografia sobre economia brasileira contemporânea. A revisão teórica será baseada na bibliografia de economia internacional, mercado de capitais e finanças públicas.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1. O Balanço de Pagamentos**

#### ***2.1.1. Conceito e Objetivos***

O Fundo Monetário Internacional (FMI) define o Balanço de Pagamentos como sendo o registro sistemático das transações econômicas entre residentes e não-residentes de um país durante determinado período de tempo. Residente é a pessoa física ou jurídica domiciliada em um país. Inclui os indivíduos com residência fixa, mesmo que sejam imigrantes, as filiais de empresas estrangeiras sediadas no país, os funcionários em serviço no exterior, bem como os indivíduos que se encontram transitoriamente em viagens de turismo, negócios, etc. Não-residente é todo aquele que não se encaixa nessa definição. (CARVALHO e SILVA, 2002).

O primeiro país a inventariar seu comércio internacional, segundo se diz, foi a Inglaterra, e o primeiro registro deste saldo remonta ao ano de 1355. Com o crescimento do comércio internacional e com as dificuldades geradas por problemas como inflação, escassez de divisas e contingenciamento de importações, o registro das transações com o exterior se tornou muito importante.

Da necessidade de uma peça contábil que registrasse, classificasse e interpretasse as transações internacionais, foi criada, pelo FMI, uma padronização internacional das contas nacionais, sendo que hoje os Balanços de todos os países membros são divulgadas pelo Fundo.

Os objetivos principais do Balanço de Pagamentos são: informar como o país se comporta em suas transações com o exterior; tornar-se um instrumento para o Governo tomar

decisões necessárias para corrigir problemas relativos às transações com o exterior; e servir para medir os efeitos das medidas tomadas. (MAIA, 1999).

### ***2.1.2. A Estrutura do Balanço de Pagamentos***

O Banco Central do Brasil publica os dados do balanço de pagamentos em milhões de dólares norte-americanos, em valores correntes, sem ajustamento sazonal. Compreendem o país como um todo e estão compilados de acordo com os critérios estabelecidos na 5ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional – BPM-5<sup>1</sup>.

Qualquer transação que resulte em um pagamento ao estrangeiro é lançada nas contas do balanço de pagamentos como um débito e recebe um sinal negativo (–), ao passo que qualquer transação que resulte em um recebimento do estrangeiro é lançada como um crédito e recebe um sinal positivo (+).

Três tipos de transações internacionais são registrados no balanço de pagamentos: 1) transações que envolvem a exportação ou a importação de bens ou serviços e que, portanto, são lançadas diretamente nas transações correntes; 2) transações que envolvem a compra ou a venda de ativos financeiros, que são lançadas na conta financeira; e 3) outras atividades que resultam em transferência de ativos entre países, sendo estas registradas na conta capital. (KRUGMAN, 2005).

Conforme Kenen (1998), as contas do Balanço de Pagamentos baseiam-se nos princípios do sistema de contabilidade de partida dobrada. Cada transação aparece uma vez como crédito e outra no débito. Krugman (2003) também afirma que esse princípio contábil é verdadeiro porque toda transação tem dois lados: se você compra algo de um estrangeiro,

---

<sup>1</sup> Banco Central do Brasil ([http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/balpagam\\_p.htm](http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/balpagam_p.htm)), 2001.



deve pagá-lo de alguma forma, e o estrangeiro deve, então, de algum jeito gastar ou guardar seu pagamento.

#### *2.1.2.1. As Transações Correntes*

Conforme Carvalho e Silva (2002), Transações correntes são aquelas que produzem fluxos reais, ou seja, movimentação de bens e serviços, incluindo os serviços de remuneração de capitais sob a forma de juros, lucros e dividendos. São subdivididas em balanço comercial, balanço de serviços e transferências unilaterais.

A identidade fundamental da Renda nacional<sup>2</sup> mostra um dos motivos pelos quais as transações correntes são importantes na macroeconomia mundial, pois mudanças nas transações correntes podem ser associadas às mudanças no produto e, dessa forma, no emprego.

As transações correntes também são importantes porque medem o tamanho e a direção dos empréstimos internacionais. Quando um país importa mais do que exporta, está comprando mais dos estrangeiros do que vendendo a eles e deve, de alguma maneira, financiar esse déficit em transações correntes. (Krugman, 2005).

#### *2.1.2.2. A Conta Capital*

Essa conta registra as transferências de capital relacionadas com patrimônio de migrantes e a aquisição/alienação de bens não financeiros não produzidos, tais como cessão de patentes e marcas (Banco Central do Brasil, 2001)<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup>  $Y = C + I + G + TC$ , onde Y é o Produto Nacional Bruto, C o consumo, I o investimento, G os gastos governamentais e TC o Saldo em transações correntes.  $TC = EX - IM$ , ou seja, exportações menos importações de bens e serviços.

<sup>3</sup> Banco Central do Brasil ([http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/balpagam\\_p.htm](http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/balpagam_p.htm)), 2001.

A Conta Capital mostra o crédito total menos o débito total para transferências de capital e ativos não–produzidos não–financeiros. Na literatura econômica, o termo “Conta Capital” é utilizado com frequência para se referir ao que é chamado hoje de Conta Financeira desde a publicação da Quinta Edição do Manual do Balanço de Pagamentos. (FMI, 2008) <sup>4</sup>.

### *2.1.2.3. A Conta Financeira*

A Conta Financeira registra transações que envolvem ativos e obrigações financeiras e que ocorrem entre residentes e não–residentes. A conta financeira indica categorias funcionais, setores, instrumentos e maturidades usadas para transações financeiras internacionais líquidas. (FMI, 2008).

Segundo Krugman (2005), ela serve para medir o saldo entre as vendas de ativos locais aos estrangeiros e as compras de ativos localizados no exterior. Um ativo é qualquer uma das formas pelas quais a riqueza pode ser mantida, como dinheiro, ações, fábricas ou dívida do governo.

Para Lanzana (2001), a Balança de Capitais (hoje, Conta Financeira), indica as alternativas de cobertura de um eventual déficit em transações correntes. Estas alternativas podem ser tanto investimento direto quanto investimento em carteira, que por sua vez pode conter inclusive empréstimos obtidos pelo setor público para financiar déficits correntes ou elevar o volume de reservas.

O Banco Central do Brasil é bem claro quanto à composição das rubricas da Conta Financeira:

---

<sup>4</sup> Sixth Edition of the IMF’s Balance of Payments and International Investment Position Manual (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>). O Banco Central passou a adotar os preceitos da Quinta Versão do Manual (BPM5), que já se refere à Conta Capital e Financeira, em suas publicações, a partir de Janeiro de 2001. Esta é uma das razões pelas quais a grande maioria da literatura de Economia Internacional e Comércio Exterior existente no Brasil ainda não se refere à nova Conta.

1. Receita, despesa e saldo de investimentos diretos; retorno, saída e saldo de investimentos diretos brasileiros no exterior (retorno, saída e saldo de participação no capital e amortização, desembolso e saldo de empréstimos intercompanhia); ingresso, saída e saldo de investimentos diretos estrangeiros no país; ingressos de investimentos diretos estrangeiros no país destinados a participação no capital na forma de moeda (autônomos e privatizações), conversões (autônomos e privatizações) e mercadorias; retornos de participação no capital; desembolso, amortização e saldo de empréstimos intercompanhia;
2. Receita, despesa e saldo de investimentos brasileiros em carteira, receita, despesa e saldo de investimento brasileiros em ações – com destaque para o programa BDR – *Brazilian Depositary Receipts* – e receita, despesa e saldo de títulos de renda fixa (bônus, *notes*, *commercial papers*), com destaque para as aplicações em bônus relativos à formação de colaterais (plano Brady); receita, despesa e saldo de investimento estrangeiro em carteira negociados no país e negociados no exterior; receita, despesa e saldo investimentos estrangeiros em ações; receita, despesa e saldo de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa (bônus, *notes e commercial paper*), com destaque para a troca de bônus; receita, despesa e saldo de investimentos estrangeiros em títulos de curto prazo;
3. Total de operações com derivativos, ativos e passivos;
4. Total de outros investimentos (inclui os créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização); total de outros investimentos brasileiros, classificados em: empréstimos – receita, despesa e saldo de empréstimos de longo prazo, saldo de empréstimos a curto prazo, moeda e depósitos separados por bancos e demais setores (destaque para a movimentação das garantias colaterais – plano Brady) e outros ativos, com receita, despesa e saldo de ativos de

longo prazo e ativos de curto prazo pela movimentação líquida; total de outros investimentos estrangeiros, compreendendo desembolso, amortização e saldo de crédito comercial de longo prazo e o líquido de crédito comercial a curto prazo, desembolso, amortização e saldo de empréstimo de longo prazo da Autoridade Monetária – destaque para as operações de regularização (FMI e demais instituições) – desembolsos, amortizações e saldo dos empréstimos a longo prazo dos demais setores, discriminados pelos credores externos (organismos internacionais, agências governamentais, créditos de compradores e empréstimos diretos); moeda e depósitos pelas variações líquidas e os saldos de outros passivos de longo e curto prazos;<sup>5</sup>

Conforme se pode observar, nem toda entrada ou saída de capitais internacionais passa pela conta investimento direto ou em carteira. A conta “Outros Investimentos” é reservada para empréstimos e financiamentos tradicionais, que não envolvam títulos:

“Os empréstimos ocorrem, principalmente, na forma de empréstimos bancários em moeda, entre empresas e por organismos internacionais. Já o financiamento refere-se à abertura de créditos comerciais (agências governamentais, fornecedores) e a financiamento de projetos específicos (principalmente por organismos internacionais).” (Gonçalves et al., 1998).

#### *2.1.2.4. Erros e Omissões*

“As partidas a crédito e a débito lançadas no balanço de pagamentos provem de diversas fontes de informações, gerando, na prática, um total líquido diferente de zero. A principal razão está nas discrepâncias temporais das diversas origens dos dados utilizados.

---

<sup>5</sup> Banco Central do Brasil ([http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/balpagam\\_p.htm](http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/balpagam_p.htm)), 2001.

Com isso, torna-se necessário o lançamento de partida equilibradora para o balanceamento das contas. Os erros e omissões se prestam, portanto, a compensar toda superestimação ou subestimação dos componentes registrados.” (Banco Central do Brasil, 2001).

<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>
<b>Balança comercial (FOB)</b>
Exportação de bens
Importação de bens
<b>Serviços e Rendas</b>
<b>Transferências unilaterais correntes</b>
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>
<b>Conta Capital</b>
Transferências unilaterais de capital
Bens não financeiros não produzidos
<b>Conta Financeira</b>
Investimento Direto
Investimento brasileiro direto
Investimento estrangeiro direto
Investimento em Carteira
Investimento brasileiro em carteira
Investimento estrangeiro em carteira
Derivativos (líquido)
Outros Investimentos
<b>ERROS E OMISSÕES</b>
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>
<b>HAVES DA AUTORIDADE MONETÁRIA (—aumento)</b>

Tabela 2.1 – Resumo do Balanço de Pagamentos

### ***2.1.3. A Contabilização do Balanço de Pagamentos***

Segundo Carvalho e Silva (2002), as contas do balanço de pagamentos são divididas em dois grandes grupos: contas operacionais e contas de caixa. As contas operacionais correspondem aos fatos geradores de pagamentos e recebimentos de recursos. São exportações, importações, fretes, seguros, transferências unilaterais, amortizações, investimentos, etc. Nas contas de caixa são registradas as variações das reservas

internacionais. Correspondem à contrapartida das contas operacionais, ou seja, são os próprios pagamentos e recebimentos de recursos pelas exportações, fretes, etc.

Já Maia (1999) separa as contas em Autônomas, que se equivalem às operacionais, e as Compensatórias, correspondentes às de caixa e incluindo também os empréstimos compensatórios, feitos com a finalidade de saldar déficits no balanço de pagamentos.

Como qualquer transação internacional automaticamente ocasiona dois lançamentos equivalentes no balanço de pagamentos, o saldo em transações correntes, o saldo da conta financeira e o saldo da conta capital sempre somam zero. (KRUGMAN, 2005).

As contas operacionais são agrupadas no saldo do balanço de pagamentos em transações correntes e nos movimentos de capitais autônomos. O resultado do conjunto dessas contas é o saldo total do balanço de pagamentos. Como pela lógica da contabilidade a todo crédito corresponde um débito, o saldo de todas as contas deve ser, necessariamente, igual a zero. O que garante essa igualdade no balanço de pagamentos são os capitais compensatórios, compostos de reservas, empréstimos de regularização do FMI e atrasados. (CARVALHO e SILVA, 2002).

#### *2.1.3.1. As Reservas Internacionais*

As reservas internacionais são o estoque de ativos em poder das autoridades monetárias disponíveis para pagamento de dívidas ou aquisições de direitos de não-residentes de um país. Esse estoque pode conter outro monetário, direitos especiais de saque, posições das reservas no FMI e os haveres de curto prazo no exterior, ou seja, o estoque de moedas estrangeiras e de títulos externos de curto prazo. (CARVALHO e SILVA, 2002).

O estoque de reservas internacionais, também denominadas reservas cambiais, é o primeiro amortecedor de eventuais desequilíbrios conjunturais no Balanço de Pagamentos.

Quando o saldo das transações autônomas é superavitário, o país acumula reservas. É importante salientar, no entanto, que o aumento de reservas tem um custo, pois o governo tem que comprar as divisas em moeda estrangeira com moeda nacional, a qual deve ser obtida por meio de impostos, empréstimos ou emissão de moeda. Já quando o saldo é deficitário o governo pode “queimar” parte do estoque de reservas para poder prover os agentes autônomos com moeda estrangeira em suas transações internacionais. (MAIA, 1999).

#### *2.1.3.2. Déficit em Conta Corrente e Financiamento Externo*

Conforme o exposto acima, as transações internacionais envolvendo ativos – registrados, dentro do Balanço de Pagamentos, na Conta Financeira – são responsáveis pelo financiamento dos gastos correntes de um país. Quando o saldo das transações correntes é deficitário, ou seja, quando os pagamentos – na forma de importação de bens e serviços ou despesas de rendas – superam os recebimentos – seja pela exportação de bens e serviços ou receitas de rendas –, o país se encontra em uma situação de déficit em Conta Corrente, que deve ser compensado de alguma forma pela entrada de divisas, mediante a exportação de ativos financeiros (KRUGMAN, 2005). Esta exportação de ativos pode ocorrer de diversas formas, sob as seguintes categorias: investimento estrangeiro direto (IED), investimento estrangeiro em carteira (IEC) e outros investimentos, que incluem tanto empréstimos e financiamentos de curto quanto de longo prazo.

Se ainda assim houver déficit no Balanço de Pagamentos total, uma possibilidade é o país perder reservas internacionais. Se não dispuser de reservas suficientes para cobrir o déficit, poderá receber empréstimos de regularização do FMI. Se nem isso for possível, as obrigações vencidas e não pagas são lançadas, então, como atrasados. (CARVALHO e SILVA, 2002).

Segundo Maia (1999), o déficit no Balanço de Pagamentos pode ser de natureza *conjuntural* ou *estrutural*. O déficit conjuntural é aquele que ocorre em um determinado período e depois não se repete, consequência de uma causa fortuita. Um exemplo de déficit conjuntural é quando um país, cujos produtos agrícolas representam uma parcela muito grande de sua pauta de exportações, tem um ano de má colheita, em decorrência de algum fenômeno meteorológico. Nesse caso, o BP pode se tornar deficitário. Já o déficit estrutural é consequência de uma causa constante. Por exemplo, um choque externo muito forte e contínuo, como o aumento exagerado do preço do petróleo sobre um país que importa grandes quantidades desta commodity, pode tornar o déficit no BP um problema crônico, ou estrutural. (MAIA, 1999).

Existem, no entanto, situações em que o déficit em transações correntes pode não ser um problema, mas sim uma estratégia de crescimento, adotada por um país mediante a entrada de investimento externo, seja ele direto ou em carteira. Se existirem, por exemplo, oportunidades para o investimento direto externo, o país pode se tornar um importador líquido do produto presente (e ter déficit nas transações correntes). Quando os investimentos estiverem amadurecidos, este exportará o produto gerado aos países que fizeram os investimentos e utilizará esta remuneração para honrar os compromissos financeiros assumidos no financiamento daqueles investimentos, completando a troca do produto presente pelo produto futuro. Em outra situação, as oportunidades do país de investir recursos emprestados (via investimento externo em carteira ou empréstimos e financiamentos tradicionais) podem ser atrativas em relação às oportunidades disponíveis no resto do mundo. Nesse caso, o pagamento de empréstimos estrangeiros (que contribui para o déficit na conta corrente) não representará um problema, se os investimentos realizados forem lucrativos o suficiente para gerar fluxos para cobrir os juros e o principal daqueles empréstimos



(KRUGMAN, 2005). Em ambos os casos, a causalidade do déficit é invertida, já que este acaba sendo uma consequência de modificações na conta financeira, e não a sua causa.

## **2.2. A TEORIA DA ESCOLHA DE ATIVOS**

A Teoria da Escolha de Ativos, também chamada de Teoria de Carteira de Ativos, ou de Portfólio, é essencial para o entendimento do comportamento do fluxo de ativos entre países, pois as variáveis envolvidas neste processo são determinantes nas decisões de investimento externo por parte das famílias, empresas e governos.

De acordo com Mishkin (2000), esta teoria delineia os critérios considerados importantes na decisão de que ativos valem a pena ser comprados. Além disso, são discutidas a relação entre o risco e o retorno de um investimento e as vantagens da diversificação sobre a concentração do investimento em um número reduzido de modalidades de ativos.

### ***2.2.1. A Demanda por Ativos***

Segundo Mishkin (2000), um ativo é “um título, uma reserva de valor que representa uma dívida ou propriedade”. Ativos podem ser imóveis, bônus, ações, obras de arte, terrenos, equipamento industrial, moeda, etc. Quando um agente toma uma decisão sobre a compra de um ativo, o mesmo deve considerar os seguintes fatores:

- 1) Sua riqueza: a soma de todos os seus bens, incluindo todos os ativos;
- 2) O retorno esperado de um ativo em relação a ativos alternativos, durante o período seguinte;
- 3) O risco, que é o grau de incerteza sobre o retorno de um ativo, em relação a ativos alternativos;

- 4) A liquidez, a facilidade e rapidez com as quais um ativo pode se transformar em dinheiro, também em relação a outros ativos.

Todos esses fatores afetam a quantidade demandada de um ativo em relação a outro. No caso da riqueza, o seu aumento eleva a quantidade demandada de um ativo, sendo que esse aumento é maior para ativos de luxo e menor para ativos que são bens necessários<sup>6</sup>. Já o aumento do retorno esperado de um ativo em relação a outro alternativo, *ceteris paribus*, faz com que a quantidade demandada do ativo se eleve. O risco é uma variável inversamente relacionada à quantidade demandada de um ativo, pois se o risco aumenta em relação a ativos alternativos, sua demanda diminui. Finalmente, a liquidez afeta diretamente a demanda de um ativo de forma positiva. Quanto mais líquido o ativo, maior será a quantidade demandada (MISHKIN, 2000).

### ***2.2.2. Risco e Retorno Esperados***

Para que seja possível se quantificar o risco, é necessário que se saiba quais os possíveis resultados de uma determinada ação, além da probabilidade de ocorrência de cada resultado e sua variabilidade.

A *probabilidade* nada mais é que a possibilidade de que um determinado resultado venha a ocorrer. Ela pode ser objetiva (quando fundamentada na frequência que o resultado ocorreu no passado) ou subjetiva (quando não há experiências anteriores sobre as quais se possa calcular a probabilidade estatisticamente). A probabilidade subjetiva é baseada apenas na percepção, por parte do investidor, de que determinado resultado poderá vir a ocorrer.

---

<sup>6</sup> Ativos de luxo tem sua elasticidade-riqueza (que é semelhante a elasticidade-renda da Microeconomia) maior que 1. Já bens necessários tem sua elasticidade-riqueza menor que 1.

Já a *variabilidade* é o grau de diferença entre resultados possíveis em situações incertas. Em conjunto com a probabilidade, ela mede os desvios, ou seja, a diferença (positiva ou negativa) entre o retorno esperado e o efetivo. Quanto maior o desvio, maior o risco. (PINDYCK e RUBINFELD, 2002).

Assaf Neto (2008) segue na mesma direção, quando afirma que “a idéia de risco, de forma mais específica, está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda”.

O retorno esperado mede o ganho de se manter determinado ativo. É a soma ponderada de cada retorno possível multiplicado por sua probabilidade de ocorrência.

$$RET^e = \sum(p_i \times RET_i) \quad (1)$$

Onde:  $RET^e$  = retorno esperado

$p_i$  = probabilidade da ocorrência de  $RET_i$

$RET_i$  = realização do retorno

O risco é comumente quantificado pelo cálculo do desvio-padrão:

$$\sigma = \sqrt{\sum[p_i \times (RET_i - RET^e)^2]} \quad (2)$$

A Teoria da Demanda por Ativos pode sugerir que se deva procurar um ativo ótimo, quanto à sua taxa de retorno, risco e liquidez, e então investir toda a riqueza neste ativo. Porém, na maioria das vezes, os agentes diversificam seus portfólios mediante a compra de tipos variados de ativos, como apartamentos, moeda, ações, títulos de renda fixa, etc. Isso

ocorre porque a diversificação diminui o risco total a que o investidor está exposto. (HILLBRECHT, 1999).

Utilizando-se a equação (1), é possível que o risco total seja reduzido com a adição de um número maior de ativos não-correlacionados no portfólio de investimentos. O retorno esperado ( $RET^e$ ) poderá ser menor, mas aplicando-se a equação (2), obtém-se um grau de risco inferior.

Segundo Assaf Neto (2008), o risco total de qualquer ativo é composto por uma parte sistemática e outra não-sistemática. O risco sistemático é inerente a todos os ativos negociados no mercado, pois é determinado por fatores exógenos, como eventos de natureza política, econômica e social. É um risco que não pode ser evitado. Mishkin (2000) coloca ainda que o risco sistemático não pode ser eliminado pela diversificação. Não importa quantos ativos façam parte de uma carteira.

Já o risco não-sistemático é determinado pelas características do próprio ativo, e não se alastra nem afeta os demais ativos da carteira. É um risco intrínseco, que pode ser diluído incluindo-se ativos que não possuam correlação entre si, como por exemplo, títulos de renda fixa e renda variável, que são atingidos de maneira diferente por variações nas taxas de juros da economia. (ASSAF NETO, 2008).

### ***2.2.3. A Relação Risco x Retorno***

A postura de um investidor em relação ao risco é pessoal, não havendo uma única resposta para todas as situações. Expressar as preferências do investidor em relação ao conflito risco/retorno inerente a toda alternativa financeira é a maior preocupação nas decisões de investimento. (ASSAF NETO, 2002).

Pindyck e Rubinfeld (2000) classificam os indivíduos em três categorias, em relação à sua disposição de assumir riscos. Eles podem ser:

1. *Avessos ao risco*: preferem uma renda garantida a um emprego de risco com a mesma renda esperada. A aversão ao risco é uma atitude comum, basta ver como a maioria das pessoas se protege contra riscos contratando seguros;
2. *Neutros em relação ao risco*: demonstram indiferença quando ao recebimento de uma renda garantida e o recebimento de uma renda incerta que apresente o mesmo valor da renda esperada;
3. *Amantes do risco*: preferem uma renda incerta a uma renda certa, mesmo que o valor esperado da renda incerta seja menor que o valor da renda certa.

A escala de preferência de um investidor é representada pela curva de indiferença entre risco e retorno. Tem por objetivo refletir a atitude de um investidor diante do risco de um investimento e do retorno gerado por essa decisão, e envolve inúmeras combinações desejáveis. Qualquer combinação entre risco e retorno, em cima desta curva, proporciona ao investidor o mesmo grau de utilidade (satisfação).

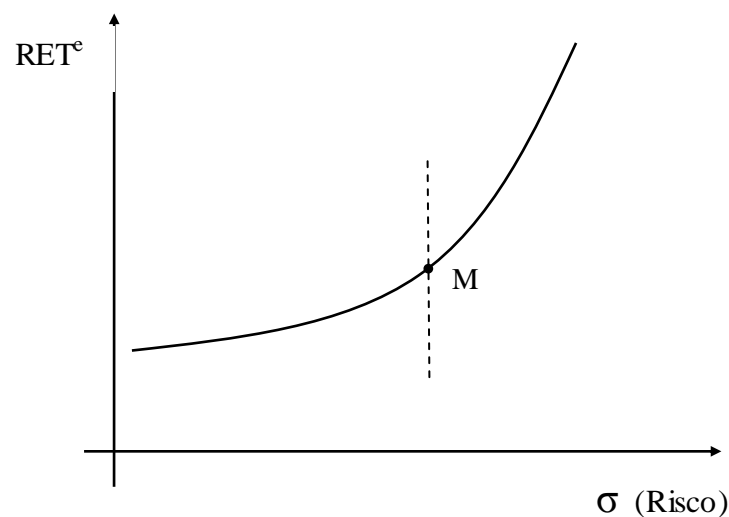


Gráfico 2.1 – A Relação Risco-Retorno

A questão central do processo decisório é definir-se o grau de risco que o indivíduo estaria disposto a assumir dado o retorno esperado da aplicação. No gráfico (1), qualquer ponto acima de M é preferível, já que o retorno esperado será maior para um mesmo nível de risco. O ponto M é o limite aceitável pelo indivíduo em questão. (ASSAF NETO, 2008).

A inclinação da curva de indiferença representa o perfil do indivíduo. Quanto maior a inclinação da curva, maior será sua aversão ao risco, pois este exigirá um retorno esperado maior para um determinado nível de risco. Já um indivíduo amante do risco descreverá uma curva de menor inclinação, pois estará disposto a aceitar um retorno esperado menor para o mesmo nível de risco. (PINDYCK e RUBINFELD, 2002).

### **3. A CONJUNTURA BRASILEIRA**

Neste capítulo será apresentado um breve histórico da conjuntura econômica brasileira no período estudado, entre 1995 e 2008. Foi dividido em cinco partes. As duas primeiras coincidem com ambos os mandatos de Fernando Henrique Cardoso e focam os efeitos da implantação do Plano Real sobre o nível de atividade e as contas externas do país, além do esforço empreendido pelas autoridades no reequilíbrio do balanço de pagamentos e na evolução da credibilidade internacional. Além disso, será sumarizado com mais detalhes o contexto econômico e político que levou a desvalorização a mudança do regime de câmbio real/dólar, em 1999. As seções que se seguem englobam a política econômica do governo Lula, a partir de 2003 – com atenção especial ao setor externo – e o contexto internacional no qual elas se inseriram.

#### **3.1. O Primeiro Governo FHC e a Crise Cambial (1995–1999)**

O primeiro mandato do governo de Fernando Henrique Cardoso (1995–1998) foi marcado primariamente pelo tema da estabilização. A memória dos fracassos anteriores era recente, e a política econômica da nova equipe foi, desde o início, vista com grande desconfiança pela mídia e pela população em geral.

Em Janeiro de 1995, o governo encontrou uma economia em um processo de superaquecimento. A expansão do PIB no quarto trimestre de 1994 foi 11% maior do que o mesmo período do ano anterior. Além disso, a crise do México estava em pleno curso, crise esta que levou o governo daquele país a uma drástica desvalorização, resultado do desequilíbrio do balanço de pagamentos. Isso fez com que aumentasse a suspeita de que regimes de câmbio fixo não poderiam dar certo e que o Brasil poderia ser o próximo a ser afetado.

Ao longo daquele ano, outro problema começou a se mostrar preocupante. O aumento da demanda agregada e o ambiente externo desfavorável afetado pela crise mexicana – que reduziu o ingresso de capitais no país – teve por consequência inevitável a redução do nível de reservas internacionais. O governo Itamar Franco havia lançado o Plano Real apoiado em um colchão de reservas de US\$43 bilhões. Já em abril de 1995, este já havia se reduzido para US\$32 bilhões.

Sob a pressão de uma economia superaquecida e de uma rápida deterioração no balanço de pagamentos, o governo reagiu com um conjunto de medidas que incluíam fundamentalmente uma desvalorização controlada do câmbio – pelo regime de bandas cambiais – e uma elevação na taxa nominal de juros.

Ajudado pela recuperação da liquidez internacional poucos meses depois da crise mexicana, o governo conseguiu manter sua política cambial, sendo que no fim de 1995 as reservas fecharam em US\$52 bilhões. Além disso, a inflação cedeu progressivamente nos quatro anos seguintes, à custa das elevadas taxas de juros internas que sustentavam o regime de câmbio fixo.

O sucesso do Plano Real no controle da inflação, por outro lado, trouxe efeitos colaterais graves para o país nos anos entre 1995 e 1998, mais especificamente o desequilíbrio externo e uma crise fiscal séria. A forte apreciação cambial teve reflexos diretos na evolução da conta corrente, pois houve um grande aumento nas importações e um desempenho fraco das exportações. Como o déficit em conta corrente estava sendo financiado com financiamento externo e investimento direto estrangeiro, esse acúmulo de passivos implicou em pagamentos crescentes de juros e lucros na conta de serviços. Ou seja, estava havendo uma realimentação do déficit na conta corrente. Ao mesmo tempo, a dívida externa voltou a aumentar rapidamente entre 1996 e 1997.



As razões que levaram as autoridades a segurar o câmbio valorizado por tanto tempo são tema de controvérsia. Giambiagi (2005) elenca três razões que ajudam a entender o comportamento do governo. A primeira e mais óbvia foi o temor de que uma desvalorização repentina fizesse com que a inflação fugisse do controle, já que no México o nível de preços aumentou mais de 50% em 1995. A segunda foi o entendimento do governo que a desvalorização poderia esperar até que a memória da indexação de preços estivesse menos presente. Porém, com esta atitude, o governo perdeu sua “janela de oportunidade” para desvalorizar, que foi em 1995, quando o nível de atividade vinha registrando queda. Já em 1996, o PIB tornou a crescer consideravelmente, com a confiança e o consumo da população aumentando em função do sucesso do Plano. Em 1997 já se começava a falar na emenda da reeleição e, corroborando com a Teoria do Ciclo Político (NORDHAUS, 1975), nenhum governo iria tomar uma medida de tamanha impopularidade na fase expansionista do ciclo, principalmente com a possibilidade de reeleição do presidente. A terceira razão foi a esperança do governo de que o déficit em conta corrente continuasse a ser financiado pelo resto do mundo – tanto pelas elevadas taxas de juros quanto pelo montante de IDE ingressando como resultado das privatizações –, até que o regime e bandas cambiais trouxesse o câmbio a um nível de equilíbrio.

Contudo, apesar dos temores citados acima serem absolutamente compreensíveis e a estratégia implementada pelas autoridades fazer sentido, a necessidade de financiamento do déficit externo mediante a entrada de capitais fez com que as contas nacionais ficassem extremamente vulneráveis a crises externas de liquidez. Além disso, os efeitos dos altos juros – mantidos a patamares elevados (em média, a taxa de juros real, deflacionada pelo IPCA, foi de 22%, de 1995 a 1998) como única forma de sustentar o Plano, tanto pelo controle da demanda agregada quanto pelo financiamento do déficit - sobre as contas públicas vinham se

agravando, pois incidiam sobre uma dívida pública crescente, o que fazia com que as despesas com juros tomassem uma parcela cada vez maior das receitas.

Já em 1997 a estratégia de restabelecimento gradual do equilíbrio foi posta a prova com a crise asiática, que se iniciou na Tailândia e se alastrou rapidamente para a Coreia do Sul, Indonésia e Malásia. Neste período, sempre que um país emergente era afetado por uma crise, os demais países na mesma situação, independentemente de sua localização geográfica, sofriam o chamado efeito contágio e suas fontes de financiamento externo sofriam forte redução. Isso já havia acontecido na crise do México e a crise asiática mostrava que havia se tornado comportamento padrão de investidores internacionais.

No entanto, até o início do segundo semestre de 1998, com o anúncio feito pelo governo da conclusão exitosa da privatização da Telebrás, a estratégia da equipe econômica parecia voltar a ganhar força. Os níveis de reserva haviam subido, a crise asiática já parecia cair no esquecimento e Fernando Henrique Cardoso estava à frente, com sobras, nas pesquisas eleitorais.

Pouco depois, porém, no “setembro negro”, ocorreu a moratória da Rússia – que estava na mesma situação de câmbio valorizado e déficit corrente. Mais uma crise de liquidez internacional se instaurou e as reservas voltaram a minguar. A política de juros altos já não surtia mais efeito, além de piorar a situação fiscal. Os ajustes que as autoridades brasileiras tencionavam fazer progressivamente, ao longo do segundo mandato de FHC, tiveram de ser feitos imediatamente. Foi então que o governo anunciou um acordo de R\$42 bilhões com o FMI, pois de outro modo não haveria como o país conseguir honrar seus compromissos financeiros naquele ano. O acordo previa não só um aporte em divisas, mas também algumas contrapartidas, como um aperto fiscal e superávits primários crescentes, porém sem contemplar mudanças da política cambial. Este acordo enfrentou dois obstáculos fundamentais: o ceticismo do mercado – que não acreditava mais que o Brasil conseguiria

escapar da desvalorização – e a derrota, no congresso, da proposta de contribuição previdenciária dos servidores inativos – um alicerce fundamental do programa de ajuste fiscal.

Em decorrência do fracasso do acordo em diminuir o pessimismo externo, o governo foi obrigado a deixar o câmbio flutuar, em janeiro de 1999. Com o dólar ultrapassando a casa dos R\$2,00 em menos de 45 dias, imaginava-se que um surto inflacionário, nos moldes daquele ocorrido no México, seria uma questão de tempo.

### **3.2. O Segundo Mandato de FHC (1999–2002)**

O panorama de desconfiança começou a mudar com a nomeação de Armínio Fraga para a presidência do Banco Central. Armínio era visto como grande conhecedor do mercado financeiro internacional e de início anunciou duas medidas principais: o aumento da taxa básica de juros e os estudos para a adoção de um sistema de metas de inflação, para substituir o regime de bandas cambiais. Esse sistema baseava-se na definição de um alvo para a variação do IPCA, e servia para balizar as decisões do BC sobre alterações na taxa básica de juros.

O acordo com o Fundo teve de ser revisto em função da flutuação cambial, e foram feitas restrições quanto às intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, sendo estabelecidos pisos para o nível de reservas. Ao final do ano, a alta de preços foi de 9% e o PIB chegou a crescer 3,3% no quarto trimestre em relação ao mesmo período de 1998, ambos os resultados excelentes consideradas as circunstâncias.

No ano de 2000, o Brasil teve seu Produto Interno Bruto expandido em 4,5%, resultado considerável, levando-se em conta a persistência da restrição externa – que limitou a entrada de investimento em carteira – e o comprometimento das autoridades com as metas de inflação – que por sua vez seguiu a taxa SELIC acima de 16%. O financiamento das contas externas manteve-se favorável, refletindo a redução na percepção de risco dos

investidores estrangeiros, esta sustentada pela melhora nos fundamentos da economia brasileira. O déficit em conta corrente foi neutralizado pelo ingresso de investimento estrangeiro direto, que alcançou US\$30,6 bilhões líquidos.

No ano seguinte, o desempenho da economia brasileira foi prejudicado por uma combinação de eventos, incluindo a crise de energia, o efeito contágio da crise argentina e os atentados terroristas de 11 de Setembro, que obviamente abalaram fortemente os mercados mundiais. Esse contexto fez com que o chamado risco-país aumentasse, o que por consequência obrigou o governo a aumentar os juros e intervir no mercado de câmbio, para atingir as metas de inflação. O resultado foi um crescimento pífio do PIB (1,31%).

Embora houvesse a expectativa de pressões negativas sobre o balanço de pagamentos, a balança comercial apresentou significativa melhora, com superávit de US\$2,6 bilhões, graças ao aumento das exportações. Isso contribuiu para a diminuição do déficit em conta corrente, que foi mais uma vez financiado pelo IDE e novos aportes oriundos do acordo com o Fundo. As reservas acabaram o ano com um aumento de R\$2,5 bilhões em relação ao fim do ano anterior.

O segundo mandato de Fernando Henrique terminou com a percepção popular de que a eficiência da política econômica praticada pelo governo estava aquém das expectativas e que era necessária uma mudança. Como constata Giambiagi (2005), até quem olhasse de fora veria um país com a dívida pública aumentando e com um grande déficit em conta corrente. Porém, poucos conseguiam enxergar que

“[...] mantido o ajuste fiscal, o fim do processo de desvalorização levaria a uma inflexão da trajetória de aumento do endividamento público, enquanto o câmbio, cedo ou tarde, acabaria por causar uma mudança na situação externa.” (GIAMBIAGI, 2005).

Além disso, a política econômica inaugurada em 1999 atravessou grandes percalços externos – a maior crise econômica da Argentina em cem anos, a contração da maioria dos mercados consumidores da América Latina, os efeitos dos atentados de 11 de Setembro, a desvalorização do Euro, diminuição do crédito internacional e uma queda acumulada do preço médio das exportações de 17% entre 1998 e 2002.

É importante frisar que o segundo mandato de Fernando Henrique também foi marcado pela forte contração na política fiscal. A desvalorização cambial em 1999 levou ao aumento da dívida pública – já que uma parcela da dívida era em dólar – e por esse motivo o acordo com o Fundo teve de ser renegociado. Um dos termos do acordo era a ampliação do superávit primário, que passou a ser de 3,10%, 3,25% e 3,35% do PIB para os anos de 1999, 2000 e 2001<sup>7</sup>. A diminuição dos investimentos e o aumento de impostos refletiram de forma negativa no Produto, no emprego e, por consequência, na imagem do governo perante a população e os investidores, principalmente no final do governo.

Para completar o cenário adverso do fim da “Era FHC”, havia a desconfiança do mercado em relação às consequências de uma possível vitória do PT nas eleições presidenciais. As dúvidas quanto ao comprometimento do virtual governo petista com os princípios de estabilidade e austeridade, inclusive com o temor – por parte dos investidores – de uma moratória da dívida, fizeram com que o clima de incerteza sobre o futuro da economia brasileira aumentasse, gerando efeitos negativos sobre o investimento estrangeiro, o nível de atividade e o câmbio – que chegou ultrapassar os R\$4,00 no calor da campanha eleitoral.

Comparado com os demais países da América do Sul, que tiveram uma redução do PIB de 3%, o desempenho do Brasil no período 1999–2002 foi bem melhor, com um

---

<sup>7</sup> Memorando de Política Econômica – 08/03/1999 (<http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/fmimpe02.asp>)

crescimento acumulado de 9%. Porém, a média de expansão do Produto nos oito anos FHC foi de apenas 2,3%.

### **3.3. A Política Econômica do Governo Lula (2003–2004)**

O novo governo tomou posse sob forte apreensão do mercado quanto a possíveis mudanças drásticas na condução da política econômica. No entanto, ao longo do ano, o mercado foi assimilando a idéia de que a nova equipe continuaria seguindo os preceitos de estabilidade de preços e ajuste fiscal. O Banco Central decidiu pelo aumento da taxa Selic em meio ponto percentual já em janeiro, de 25% para 25,5%, e em fevereiro a taxa já era de 26,5%, o que mostrava que a instituição continuava com a mesma autonomia para atingir as metas de inflação. O taxa de câmbio, que havia ultrapassado os R\$4,00 no período eleitoral, despencou para menos de R\$3,00 já em abril.

Naquele ano, o nível de atividade da economia brasileira teve dois momentos distintos. O primeiro semestre foi marcado pelo ambiente macroeconômico adverso resultante da crise do segundo semestre do ano anterior, pelas incertezas relativas à condução da política econômica e pelas políticas de ajuste necessárias para sua superação, o que implicou demanda interna recuada, principalmente dos fluxos de investimentos, e elevação das taxas de juros. No segundo semestre, as incertezas já haviam se dissipado, a inflação começava a recuar e a política monetária iniciava uma distensão. O novo panorama macroeconômico deu nova dinâmica à produção industrial, às vendas no varejo e aos gastos com investimento.

Já no setor externo, o aumento da liquidez internacional refletiu na valorização generalizada das bolsas de valores das economias emergentes, estimulada pela redução das taxas de juros americanas. A entrada de investimento em carteira, aliada a recordes históricos de exportações, possibilitaram que a conta corrente fechasse o ano em superávit pela primeira

vez desde 1992. O saldo recorde da balança comercial em 2003 pode ser explicado por um conjunto de fatores:

“[...] a inexistência de impactos negativos significativos de origem interna, como quebras de safras, a ocorrência de vários aspectos conjunturais externos que impulsionaram as vendas de produtos brasileiros, em especial a elevação dos preços das commodities, a retomada das exportações para a Argentina e a inserção em novos mercados.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004)

No ano de 2004, as indicações de que a inflação poderia ultrapassar as metas para o ano se fosse mantida a trajetória de contração da taxa SELIC do segundo semestre de 2003 (que fechou o ano em 16,5%, 10 pontos percentuais menores do que em junho), influenciaram a decisão do Copom de adotar uma política monetária mais conservadora. Apesar disso, o nível de atividade se manteve em expansão até o final do ano, consolidando o mais elevado crescimento anual da economia brasileira desde 1994. Este resultado foi conquistado graças à manutenção do dinamismo das exportações e a recuperação do mercado interno, que voltou a apresentar expansão nos investimentos, refletindo as perspectivas favoráveis a partir do segundo semestre de 2003.

As contas externas continuaram apresentando resultados positivos, reflexo do desempenho excepcional da balança comercial, que continuou registrando superávits inéditos também em 2004. Estes resultados tiveram como condicionante original a adoção do regime de câmbio flutuante, ainda em 1999, além da preocupação do governo de desburocratizar o processo de exportação e promover a diversificação e ampliação dos mercados consumidores externos e dos itens da pauta de exportação brasileira. Os resultados favoráveis da conta corrente, o aumento do nível de reservas internacionais (US\$3,6 bilhões maior do que em

2003), a manutenção das metas de superávit primário (que superaram os termos do acordo com o FMI) e a conseqüente melhora dos indicadores de dívida externa (reduzida, em termos absolutos, de US\$173 bilhões em 2002 para US\$160 bilhões em 2004) e dívida pública (que apresentou redução, em relação ao PIB, de 5,4%, interrompendo a trajetória crescente de 1994) melhoraram substancialmente a percepção de risco pelos investidores externos, expressa pelo risco–Brasil em declínio.

O final do ano de 2004 representou o sepultamento das incertezas, tanto internas quanto externas, em relação à condução da política econômica por parte do novo governo. Incertezas estas que não foram infundadas, dado o histórico do partido agora ascendido ao poder, que por muito tempo recheou seu discurso com termos como “renegociação da dívida”, “limite ao pagamento de juros”, “ruptura” e “plebiscito nacional sobre a dívida externa”. Porém, num exemplo clássico de partido de esquerda que, tendo a perspectiva do poder, se aproxima do centro político, o PT, agora governo, abandonou suas bandeiras históricas de ruptura e entendeu que “tanto a austeridade como a estabilidade deveriam ser políticas de Estado, independentemente do partido que estivesse no governo” (GIAMBIAGI, 2005).

### **3.4. Ajuste e Retomada (2005–2006)**

Embora o PIB tenha crescido a taxas inferiores às registradas em 2004 (3,16% contra 5,4% do ano anterior), a economia brasileira apresentou resultados expressivos em 2005. A melhora das condições de crédito, a recuperação gradual dos rendimentos reais e do emprego e o bom desempenho do comércio exterior formaram, juntamente com os resultados fiscais, um cenário favorável a captações externas, estas favorecidas também pelo aumento da liquidez internacional. É importante observar também que as turbulências em Brasília, causadas pelas Comissões Parlamentares de Inquérito investigando membros do partido da situação e até do governo – com destaque para o “mensalão” – não chegaram a afetar a



confiança dos investidores, tanto internos quanto externos, o que figura como prova de que a condução da política econômica estaria se “descolando” permanentemente de variáveis de origem política. Como observou Gustavo Franco na época,

“[...] a economia brasileira, mercê das reformas feitas antes de 2003, é muito mais independente do governo do que jamais foi.” (VEJA, edição 1937, 28 de dezembro de 2005).

A política monetária continuou focada no alcance das metas de inflação. Por este motivo, no primeiro semestre, o Copom chegou a aumentar os juros em 2%, atingindo o patamar de 19,75% e permanecendo assim até que as pressões de demanda pudessem ser acomodadas e incertezas em relação ao mercado internacional, como o preço do petróleo, fossem se dissipando. Neste contexto, a taxa SELIC fechou o ano em 18%.

Austeridade continuou sendo palavra de ordem na condução da política fiscal. O superávit primário chegou a 4,48% do PIB, resultado mais expressivo desde o início da divulgação da série histórica, em 1991. Em consequência, apesar das altas taxas de juros, a relação dívida pública/PIB permaneceu no mesmo patamar do fim do ano anterior.

O balanço de pagamentos continuou a ser sustentado pelos crescentes superávits comerciais e pelo ingresso consistente de investimento estrangeiro direto. O desempenho do BP permitiu não apenas o financiamento do resultado do ano, como também a quitação antecipada da dívida junto ao Fundo Monetário Internacional e a antecipação de parte do financiamento referente a 2006. A captação de US\$8 bilhões em bônus emitidos pela República – US\$3,5 bilhões maior do que as necessidades previstas para 2005 – foi permitida pela contínua redução do risco-país, a melhora no cenário internacional e as condições internas da economia.

Em 2006, com a inflação dentro da meta, graças ao forte ajuste do ano anterior, e com o ambiente político razoavelmente estável, a economia brasileira evoluiu de modo consistente, com o crescimento do mercado interno – apoiado na elevação da renda real, expansão de crédito e melhora das expectativas –, a manutenção do ritmo de expansão da economia mundial – impulsionada pelo crescimento dos Estados Unidos – e com o desempenho favorável das economias emergentes.

O Comitê de Política Monetária reduziu, ao longo do ano, a meta da taxa SELIC para 13,25%, 3,75 pontos percentuais inferior ao final de 2005, graças à estimativa de inflação que, apesar do aumento do preço das commodities, dava indicações de que ficaria dentro da meta de 4,5%.

Outro destaque para o período foi o desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo, que obteve um aumento de 8,7%, terceiro resultado positivo consecutivo. No setor de crédito, apesar das altas taxas de juros ainda praticadas, a demanda por empréstimos aumentou, tanto de pessoas físicas quanto jurídicas, resultado das condições favoráveis de renda, emprego e aumento da demanda interna.

O superávit primário em 2006 diminuiu para 3,88%, o que ainda é um resultado expressivo, levando-se em consideração que neste ano houve eleições presidenciais. Esse superávit resultou na manutenção da trajetória declinante de relação dívida/PIB e, por consequência, no fortalecimento da confiança dos agentes econômicos na administração dos passivos públicos.

No setor externo, mais uma vez o desempenho do comércio exterior seguiu como o principal responsável pelos resultados positivos das transações correntes, com destaque para o aumento do saldo comercial, mesmo com um aumento expressivo das importações. As reservas internacionais se elevaram expressivamente e atingiram níveis recordes. Este resultado, somado com a diminuição e melhora no perfil da dívida pública – resultado da

recompra de títulos soberanos e a emissão de novos com prazo mais longo–, se traduziu na diminuição dos prêmios de risco e do risco–Brasil.

É importante destacar, para o biênio 2005–2006, o aumento sem precedentes do investimento estrangeiro em carteira que, de US\$30 bilhões em 2004, disparou para US\$60 bilhões em 2005 e fechou o ano de 2006 em quase US\$100 bilhões. Uma expressão desse fenômeno foi a taxa de participação de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro. Como confirmou Ernesto Borges, presidente da CVM no fim daquele ano<sup>8</sup>, 70% das emissões de ações em 2006 foi tomada por investidores estrangeiros. Representaram, ao final daquele período, 50% do movimento diário na Bolsa de Valores de São Paulo. Este desempenho foi apoiado primariamente pelo aumento da liquidez internacional e pela estabilidade da economia brasileira.

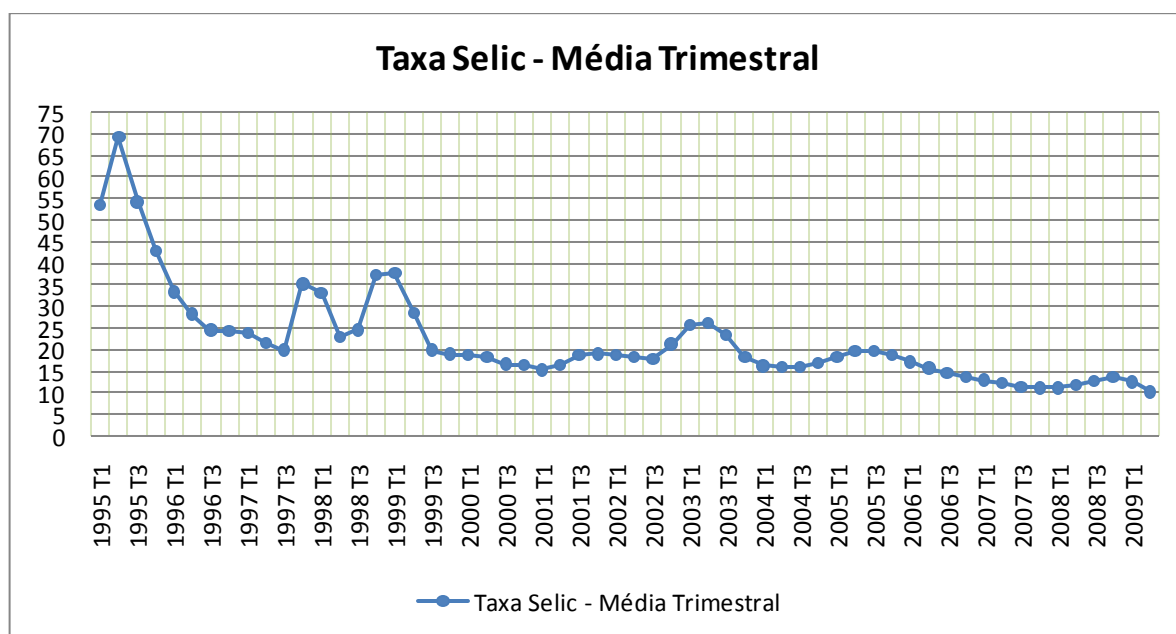


Gráfico 3.1 – Taxa Selic – Média Trimestral - % a.a - (Fonte: Banco Central do Brasil)

<sup>8</sup> Revista Conjuntura Econômica, Dezembro de 2006, pág. 51.

### 3.5. Crescimento e Crise (2007–2008)

O período 2007–2008 foi particularmente positivo para a economia brasileira. O PIB nacional registrou variação anual positiva acima de 5% por dois anos consecutivos, o que não ocorria desde a década de 1970. O resultado só não foi melhor devido à grave crise mundial desencadeada pelo “estouro” da bolha inflacionária do mercado imobiliário americano.

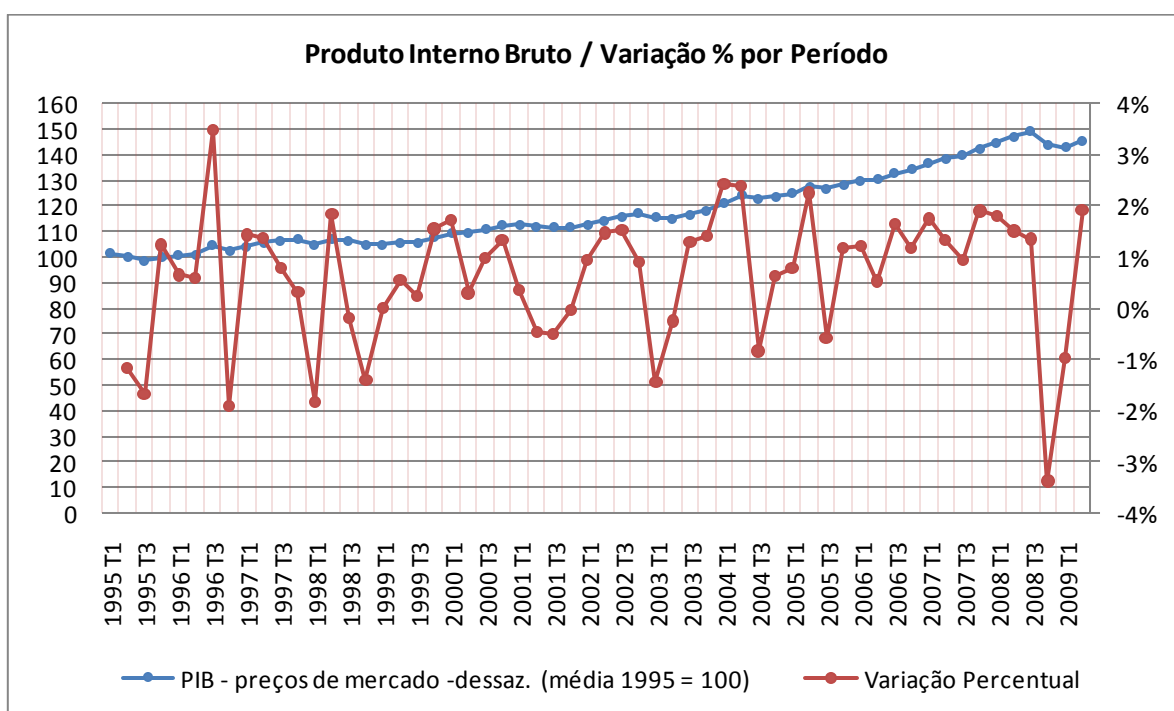


Gráfico 3.2 – Produto Interno Bruto e Variação Trimestral (Fonte: IBGE/SCN)

Em 2007, um dos principais responsáveis pelo crescimento brasileiro, sem dúvida, foi a contínua redução da taxa Selic, que manteve sua trajetória de queda durante o ano, ainda que em um ritmo menor do que no ano anterior. O aumento da demanda interna, expresso tanto na aceleração dos investimentos como na manutenção do crescimento do consumo das famílias, conjugados com a estabilidade de preços, sustentaram o ciclo de expansão da economia naquele ano.

No setor externo, a expansão do crédito interno impulsionou tanto as importações de bens de capital, traduzidas em investimentos, por parte das empresas, quanto de bens de

consumo, movimento esse favorecido pelo câmbio valorizado. Com isso, o superávit comercial sofreu forte redução, o que não representou restrição ao financiamento do balanço de pagamentos, tendo em vista a continuidade do ingresso de capitais de prazo mais longos, em linha com a crescente confiança dos investidores externos nos fundamentos da economia brasileira. O investimento estrangeiro em carteira (IEC) em 2007 foi de US\$48,3 bilhões, o melhor resultado desde 1994. O resultado da conta financeira foi tão expressivo que o balanço de pagamentos registrou recorde anual de US\$87,5 bilhões. As reservas internacionais mais do que dobraram, fechando o ano em US\$180 bilhões. Os prêmios de risco também evoluíram positivamente, levando-se em conta o contexto internacional, que dava indícios de aumento de volatilidade, graças à crise do mercado subprime americano que se iniciava. O risco-país atingiu a mínima de 138 pontos, o menor nível desde o início da série, em 1994.

O ano de 2008 foi marcado pelos desdobramentos da crise do mercado imobiliário americano, que interromperam um dos maiores ciclos de expansão econômica mundial desde a Segunda Guerra Mundial, iniciado em 2002.

Apesar dos resultados favoráveis da economia brasileira obtidos no primeiro semestre, que manteve o ritmo de expansão do nível de atividade e da demanda interna – inclusive obrigando o Copom a interromper a redução sistemática dos juros para evitar possíveis pressões inflacionárias – foram as ações tomadas pelas autoridades brasileiras para minimizar os efeitos da crise mundial – estes últimos intensificados a partir de setembro com o anúncio de insolvência de várias instituições financeiras americanas – que acabaram marcando a política econômica naquele ano.

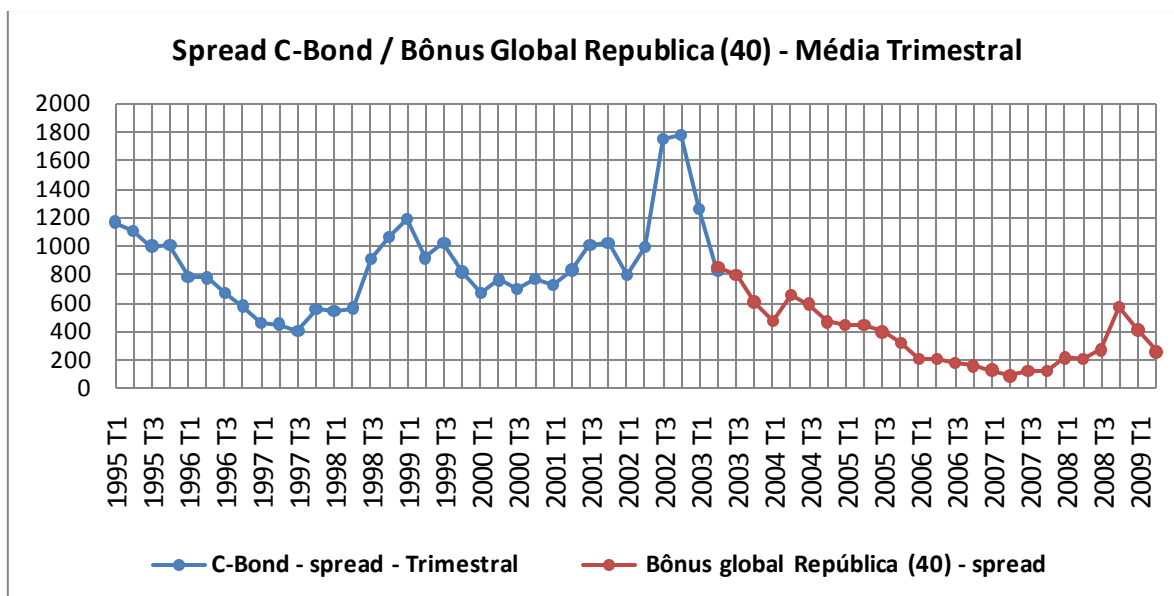


Gráfico 3.3 – Spread C-Bond / Bônus Global República (40) – Fonte: IPEADATA

Sob o clima de instabilidade e de restrição ao crédito instaurado em decorrência da crise, o Banco Central brasileiro, respaldado nas projeções favoráveis de variação do IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), optou por interromper a sequência de pequenos aumentos na taxa SELIC, com o objetivo de evitar que o nível de atividade econômica fosse atingido de forma mais violenta. No âmbito das medidas relacionadas à área fiscal, o governo anunciou, em dezembro, medidas de redução de impostos. Foram criadas alíquotas intermediárias para o Imposto de Renda das Pessoas Físicas, e foram reduzidos o IPI incidente sobre carros e caminhões novos e o IOF sobre empréstimos às pessoas físicas.

Em relação ao nível de atividade econômica, o saldo do ano de 2008 foi extremamente favorável, considerado o contexto internacional. Apesar de um recuo de 3,6% no quarto trimestre, o PIB encerrou o ano com um aumento de 5,1%. Vale registrar a contribuição da Formação Bruta de Capital Fixo para esse aumento, que registrou crescimento de 13,8% – maior taxa desde 1995.

No setor externo, as transações correntes voltaram a registrar déficit em 2008, graças ao impacto da trajetória de expansão recente da economia brasileira sobre as

importações. Além disso, houve aumento nas remessas líquidas de serviços e rendas, principalmente relativas a lucros e dividendos. A conta financeira continuou mantendo-se positiva, com certa folga, graças, desta vez, ao aumento do investimento direto estrangeiro, que atingiu volume recorde em 2008, contrastando com as saídas de capitais externos relacionadas a investimentos em portfólio, especialmente em ações. Este movimento reverso dos investimentos em carteira, em relação a 2007, obrigou o Banco Central a fazer intervenções de venda à vista de dólares americanos, com intuito de absorver pressões na taxa de câmbio. As reservas internacionais, apesar do cenário de deterioração dos mercados financeiros, atingiram US\$193,8 bilhões no conceito caixa, elevando-se US\$13,4 bilhões em relação ao ano anterior.

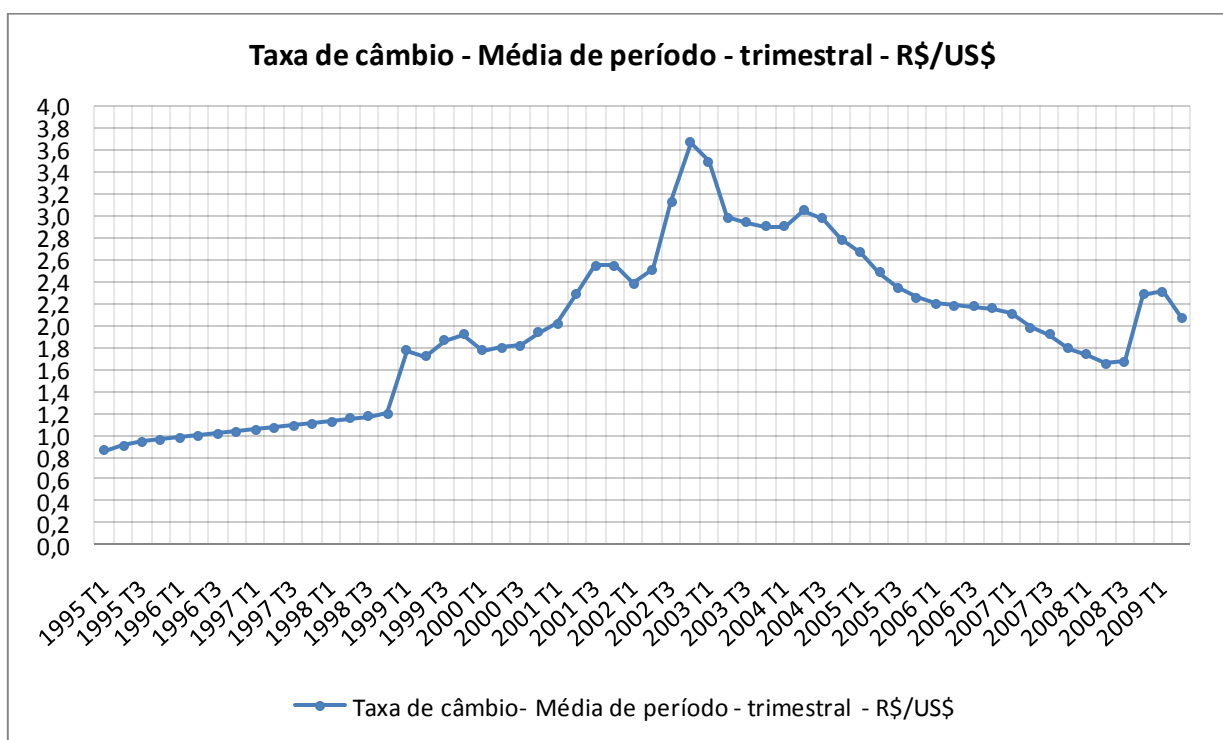


Gráfico 3.4 - Taxa de câmbio- Média de período - trimestral - R\$/US\$

### **3.6. O primeiro semestre de 2009**

A economia brasileira apresentou, no primeiro semestre de 2009, sinais de gradual recuperação em relação à deterioração causada pela intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais a partir de setembro de 2008. Apesar de o desempenho industrial ter demonstrado, principalmente no primeiro trimestre, sinais de fragilidade, outros indicadores mostram que o ciclo de desaceleração da economia brasileira foi mais curto do que o previsto.

A manutenção da trajetória declinante das taxas de juros – a meta para a Selic fechou o semestre em 9,25% – possibilitou que o nível de atividade voltasse a apresentar resultados positivos. No primeiro trimestre, o PIB apresentou queda de 0,97%. Já no segundo trimestre, apresentou aumento de 1,91 %, superando as expectativas de mercado.

Quanto ao setor externo, o saldo das transações correntes continuou negativo, mas apresentou redução de 60% em relação a dezembro, na média trimestral. As reservas internacionais se mantiveram estáveis, em cerca de US\$205 bilhões. A confiança dos investidores internacionais na economia brasileira também voltou a subir, chegando a níveis próximos do pré-crise. O spread do Bônus Global República (40) apresentou queda de 65%, chegando a 257,33 na média trimestral, apenas 24% acima do mesmo período do ano anterior.

Apesar da queda na taxa Selic, a inflação medida pelo IPCA apresentou queda progressiva durante o período, sendo que em junho a alta foi de apenas 0,36% (em junho de 2008 o mesmo índice foi de 0,78%), resultado do desaquecimento da economia internacional. Já o câmbio Real/Dólar apresentou trajetória de queda de 17,29% no ano, como resultado, principalmente, do retorno progressivo dos investimentos em moeda nacional.



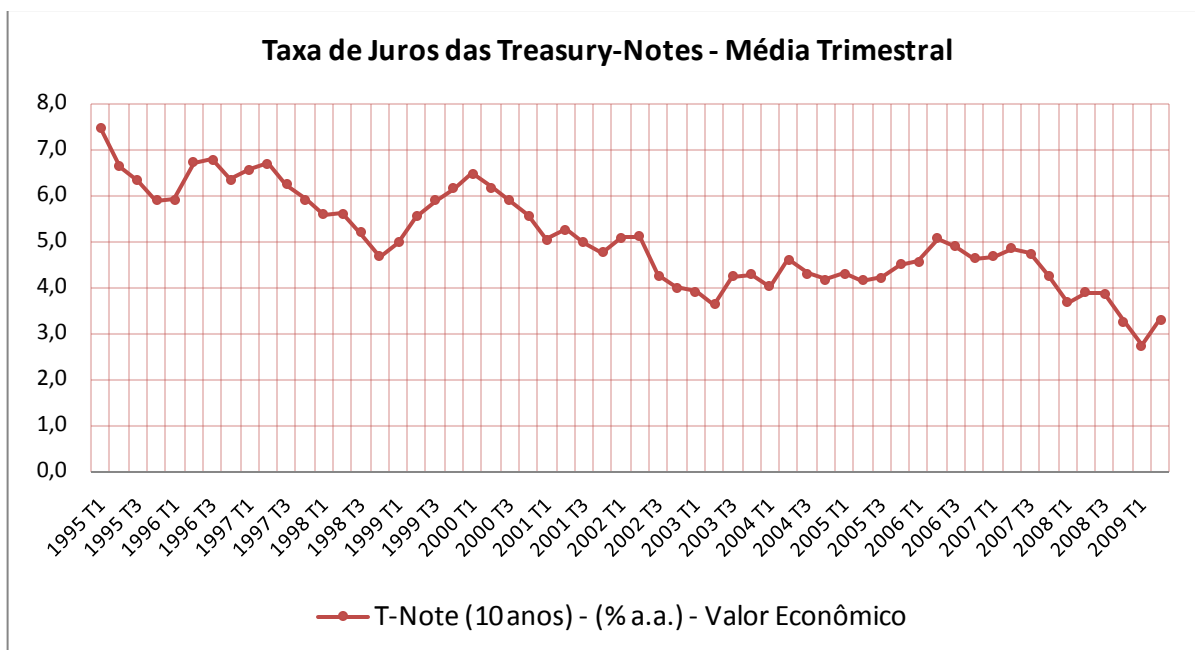


Gráfico 3.5 – Taxa de Juros das Treasury Notes (Fonte: IPEADATA)

#### 4. O COMPORTAMENTO DO INVESTIMENTO EM CARTEIRA

Este capítulo tem dois objetivos: 1) descrever o comportamento das quatro contas estudadas neste trabalho: Investimento Brasileiro em Renda Fixa, Investimento Brasileiro em Ações de Companhias Estrangeiras, Investimento Estrangeiro em Renda Fixa e Investimento Estrangeiro em Ações de Companhias Brasileiras e 2) fazer uma inferência estatística, pelo cálculo de correlações, considerando os quatro fluxos e algumas variáveis macroeconômicas importantes. A idéia aqui é tentar identificar movimentos, inflexões, tendências e manutenções mais significativas no comportamento destes fluxos – subdivididos em aplicação, retorno, saldo e volume negociado (a soma de aplicações e retornos) – e verificar se estes comportamentos podem ser considerados estatisticamente significantes. O presente capítulo foi separado em seis partes. As quatro primeiras foram recortadas arbitrariamente por períodos que mostraram alterações na evolução dos fluxos. Em cada período se tentará identificar qualitativamente relações entre os fluxos e as demais variáveis econômicas que afetam ou são afetadas pelo seu comportamento. A quinta parte é a inferência estatística e a sexta e última, a sumarização das idéias discutidas. Todos os dados apresentados nesta análise são trimestrais. Como base para as taxas de juros americanas foram utilizadas as *Treasury Notes* com maturidade de 10 anos. O risco-Brasil foi baseado no spread do C-Bond de 1995 até o segundo trimestre de 2003. A partir de então, foi usado o spread do Bônus Global República (40)<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Em 2006, o governo brasileiro retirou de circulação os C-Bonds e os substituiu pelos A-Bonds, um conjunto de títulos que tem o Bônus Global República (40) como componente de maior liquidez e representa a maior parcela do estoque da dívida. (Banco Central do Brasil, 2006).

O mesmo índice foi utilizado como medida de risco-país por (Keiti Gomes - FIPE, 2009), (Boletim Informativo – Senado Federal, Setembro de 2009), (Boletim Economia & Tecnologia – Centro de Pesquisas Econômicas – CEPEC - UFPR, Junho de 2008).

## **4.1. Investimento Brasileiro em Carteira – Renda Fixa**

### ***4.1.1. 1º Trim. 1995 – 3º Trim. 1997***

O comportamento do investidor brasileiro neste período foi marcado por um pequeno movimento de aplicações, concentradas no 4º trimestre de 1995, seguido de um volume de transações extremamente baixo. Estas aplicações podem ser explicadas pela relativa melhora do ambiente externo, depois de passada a crise mexicana. Houve saída líquida de US\$720 milhões, e o volume médio de negociações foi de apenas US\$ 85 milhões por trimestre.

O baixo volume de negociações no período parece ter relação com o fato de que, apesar de o Banco Central reduzir a taxa Selic em 33 pontos percentuais, para 19,88%, os juros americanos também sofreram queda significativa, de 1,24p.p., para 5,59%. A alta atratividade relativa dos títulos brasileiros pode ter influenciado os agentes econômicos a manterem seus investimentos em aplicações domésticas.

### ***4.1.2. 4º Trim. de 1997***

Este período foi marcado pelos efeitos da crise asiática sobre a economia internacional. O fluxo em questão apresentou entrada líquida de US\$ 1,4 bilhões, com um volume negociado de US\$ 2,4 bilhões, quase trinta vezes maior do que a média do período analisado anteriormente. Este forte movimento de retorno de capitais brasileiros reflete o ambiente de incerteza que contaminou a economia internacional no período.

#### **4.1.3. 1º Trim. 1998 – 3º Trim. 1998**

Conforme a memória da crise asiática foi ficando menos latente, os investimentos brasileiros voltaram a se intensificar. A saída de capitais foi de US\$ 2 bilhões, contra US\$ 841 milhões de entrada, registrando, portanto, uma saída líquida de US\$ 1,17 bilhões. A recuperação das aplicações brasileiras durante os três primeiros trimestres de 1998 veio à revelia do movimento das taxas de juros do Tesouro americano, já que as T-notes continuaram em sua trajetória de queda, para 5,2%. Já a taxa Selic registrou queda de 10,6%, ficando em 24,62%. O índice EMBI+<sup>10</sup> teve queda expressiva durante o período, chegando a estar abaixo dos 500 pontos em Junho.

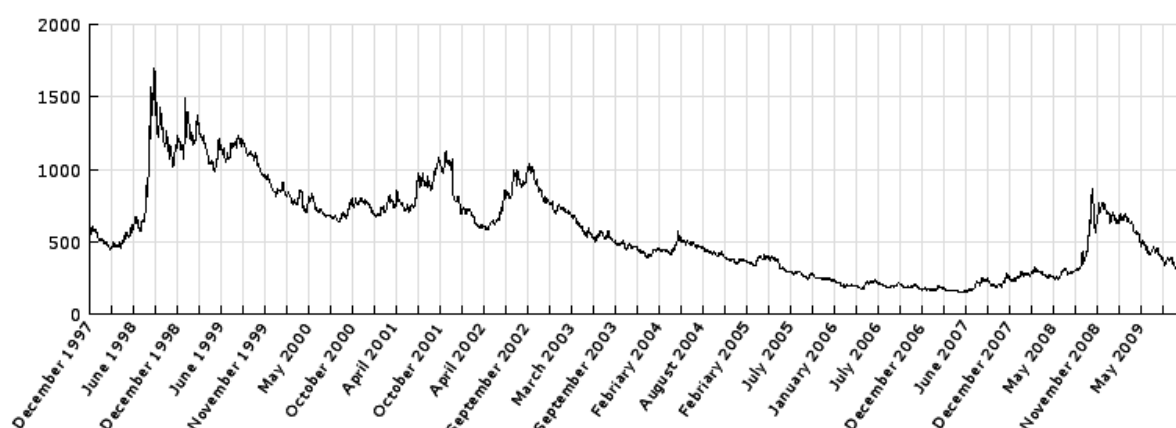


Gráfico 4.1 – EMBI+ Spread – Fonte: CBONDS – Bonds Market Information – (<http://www.cbonds.info>)

#### **4.1.4. 4º Trim. 1998**

A saída líquida relativamente elevada até o terceiro trimestre daquele ano foi compensada no quarto, com a economia mundial novamente afetada por uma crise em um

<sup>10</sup> O EMBI+ (Emerging Markets Bond Index Plus), calculado pelo J.P. Morgan Chase, é um número-índice que mede o retorno que uma carteira hipotética de papéis emitidos por um país no Exterior assegurou ao investidor desde sua composição até o presente. Para a maioria das carteiras deste indicador, a data-base é 31 de dezembro de 1993, quando foi iniciado o cálculo do índice. O EMBI+ é expresso em pontos-base (equivalente a um centésimo de ponto percentual) sobre o rendimento dos títulos do tesouro norte-americano (treasuries).

país emergente, desta vez a moratória da Rússia. O saldo do período foi a entrada líquida de US\$ 700 milhões, sendo que o volume aplicado foi de apenas US\$ 545 milhões. Este movimento parece ter sido afetado novamente pelo aumento expressivo da taxa Selic, que voltou a ultrapassar 35,23%. Em contrapartida, os juros americanos mantiveram sua tendência de queda, fechando o ano em 5,11%. Além disso, o spread do EMBI+ ultrapassou os 1500 pontos em Setembro, mantendo-se acima dos 1000 pontos até o fim daquele ano.

#### ***4.1.5. 1º Trim. 1999***

O primeiro trimestre de 1999 foi marcado pelo fim do regime de câmbio semi-fixo, e pelas incertezas acerca da sustentabilidade do Plano Real e do controle da inflação. Em meio ao ambiente desfavorável, o comportamento do investimento brasileiro foi ambíguo, sendo que tanto as aplicações quanto os resgates registraram números sem precedentes desde o início do Plano. O volume negociado foi de US\$ 4,3 bilhões, com um saldo líquido de US\$ 367 milhões em aplicações.

O câmbio Real/Dólar apresentou um aumento de 48,11%, chegando a R\$ 1,77. A taxa Selic se manteve estável, acima de 35%, na tentativa de evitar o descontrole dos preços e não piorar ainda mais o déficit em conta corrente. As taxas de juros americanas reverteram a trajetória de queda, com o aumento de 0,31 p.p. das Treasury Notes.

#### ***4.1.6. 2º Trim. 1999 – 4º Trim. 2001***

Após as turbulências decorrentes das crises nos países emergentes e da adoção do câmbio flutuante, este fluxo apresentou comportamento semelhante ao período pré-crise. O volume médio negociado foi de apenas US\$ 586 milhões, com entrada líquida de US\$ 2047 milhões.

O baixo volume negociado parece ter se mantido consoante com um cenário de agravamento das contas públicas. Apesar de o PIB registrar um aumento considerável entre o quarto trimestre de 1999 e o primeiro trimestre de 2001 – 1,6% em média –, condicionado pela queda gradual da taxa Selic – que terminou o ano a 19% –, a manutenção do déficit em transações correntes e o aumento preocupante da relação Dívida/PIB – que, apesar da redução ao longo de 1999, resultado das receitas com as privatizações, voltou a se aproximar dos 40% no fim de 2001 – podem ter contribuído para o comportamento conservador dos investidores nacionais. Além disso, a partir de 2001 o cenário internacional foi agravado pela crise argentina e pelos ataques terroristas de 11 de Setembro, que refletiram no retorno do EMBI+ a níveis acima dos 1000 pontos.

## IBC - Renda Fixa

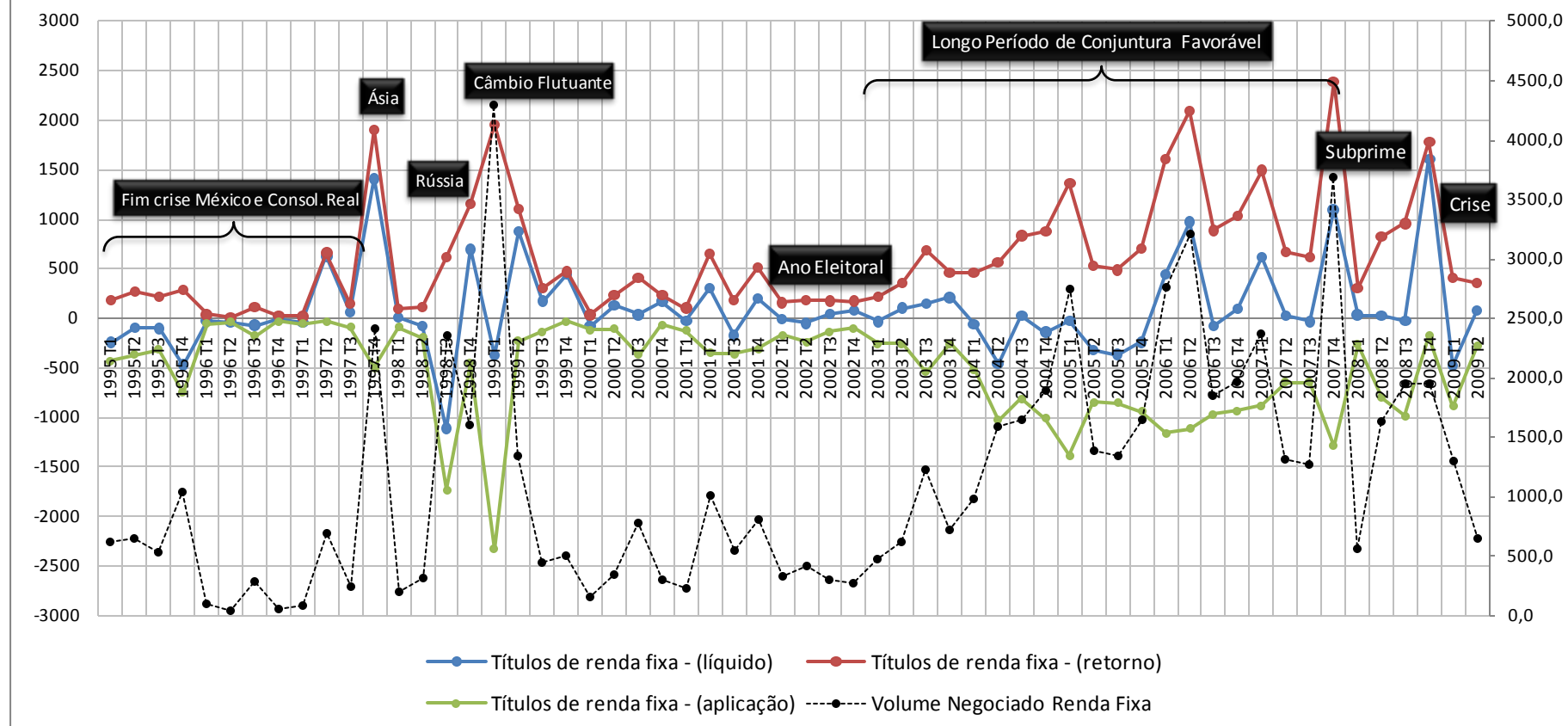


Gráfico 4.2 – Investimento Brasileiro em Carteira – Renda Fixa – US\$ Milhões (Fonte: Banco Central do Brasil)

#### **4.1.7. 2002**

O ano de 2002 foi caracterizado pelo volume peculiarmente baixo para este fluxo. O volume negociado foi de US\$ 331 milhões em média, com um saldo praticamente neutro, em US\$ 76,5 milhões.

Este período foi marcado pela manutenção do aumento da relação Dívida/PIB – que chegou a registrar 41,8% no quarto trimestre – e pelas dúvidas dos investidores em relação aos resultados das eleições presidenciais de Outubro. O câmbio apresentou forte movimento especulatório no período eleitoral, com aumento de 24% só no terceiro trimestre. A taxa Selic se manteve estável até o terceiro trimestre, quando a disparada do câmbio obrigou o governo a elevar a taxa de juros em 3,3pp.

#### **4.1.8. 2003 – 2007**

O comportamento do investimento brasileiro ao longo dos cinco anos em questão foi caracterizado pelo crescimento do volume negociado, tanto de aplicações como resgates. A média de transações foi de US\$ 1.735 milhões, sendo que o último trimestre de 2007 totalizou US\$3,68 bilhões, o maior volume negociado de todo o período deste estudo. A entrada líquida foi de US\$ 2 bilhões.

Este resultado de expansão no volume negociado refletiu diversos fatores. O ambiente externo favorável possibilitou o aumento da liquidez das divisas internacionais. A queda da taxa Selic ao longo do período, que atingiu 11,18% a.a. no fim de 2007, contribuiu para que capitais brasileiros fossem movimentados para outros mercados. A conjuntura brasileira também melhorou, com a redução da relação Dívida/PIB, a inversão do saldo das transações correntes – que passaram a apresentar superávit a partir de 2003 – e a redução do câmbio para menos de R\$ 2,00 a partir de 2007. Estes fatores, somados à redução persistente do risco nos países emergentes – expresso pelo índice EMBI+ pouco acima de 200 pontos em



Junho de 2007 – e com o aumento consistente do PIB – de 19,78%, cerca de 4% ao ano –, foram condicionantes favoráveis para o resultado do período.

#### ***4.1.9. 1º Trim. 2008***

O desempenho deste fluxo no primeiro trimestre de 2008 foi marcado pela drástica redução do volume negociado – cerca de 85% menor do que o trimestre anterior. O saldo deste movimento foi praticamente neutro, com entrada de US\$ 34,8 milhões.

Os problemas no mercado imobiliário de subprime americano parecem ter sido a causa principal deste comportamento. O índice EMBI+ ultrapassou os 800 pontos em menos de dois meses, influenciado pela constante queda dos juros americanos. Neste contexto, o investimento brasileiro neste tipo de aplicação “congelou” durante o período.

#### ***4.1.10. 2º e 3º Trim. 2008***

Este tipo de investimento apresentou indícios de retomada no segundo e terceiro trimestre, com um volume médio negociado de US\$1788 milhões, cerca de três vezes maior que no primeiro trimestre. Este movimento de recuperação deste fluxo foi marcado tanto por aplicações quanto retornos, com um saldo de saída de apenas US\$ 900 mil.

O comportamento do investidor brasileiro no período reflete a manutenção positiva dos indicadores macroeconômicos nacionais. O Produto Interno Bruto cresceu 2,86%, inclusive obrigando o Banco Central a elevar a taxa Selic, que fechou o terceiro trimestre com 12,89% de média. O câmbio se manteve relativamente estável, assim como o spread do Bônus Global República (40). O EMBI+ se manteve na casa dos 250 pontos, nível considerado seguro para economias emergentes.

#### ***4.1.11. 4º Trim. 2008***

O último trimestre de 2008 foi caracterizado pelo retorno agressivo dos investimentos brasileiros em carteira no exterior. Enquanto as aplicações foram de apenas US\$ 173 milhões, a entrada de recursos sob esta rubrica foi de US\$1,78 bilhões, resultando em um saldo líquido de US\$1,6 bilhões. O volume negociado se manteve elevado, em US\$ 1,95 bilhões.

Este movimento de resgate de aplicações externas é consoante com a mudança drástica na conjuntura internacional, ocasionada pela crise mundial desencadeada no fim daquele ano. O temor dos investidores com relação à saúde das instituições financeiras internacionais foi o principal responsável pelo comportamento deste fluxo. O aumento da incerteza foi expresso pela elevação do EMBI+, que ultrapassou os 800 pontos em Outubro. A redução no crédito refletiu diretamente nos níveis de atividade, sendo que o PIB registrou queda de 3,37% neste trimestre. O comportamento da taxa de câmbio Real/Dólar também contribuiu para o aumento da sensação de incerteza, sofrendo um aumento de 36%, para R\$ 2,27.

#### ***4.1.12. 1º e 2º Trim. 2009***

O comportamento deste fluxo no primeiro semestre de 2009 foi marcado pelo ajuste das expectativas dos investidores brasileiros em relação ao futuro da economia mundial. A queda no volume negociado foi de 66,71% no primeiro trimestre em relação ao quarto trimestre de 1998 e de 49,31% no segundo trimestre em relação ao primeiro. Apesar da redução do volume negociado, o mais importante a destacar é a relativa recuperação das aplicações brasileiras nesta conta. Já no primeiro trimestre, o saldo do investimento brasileiro em renda fixa, contrastando com o resultado do último trimestre de 1998, apresentou saída líquida de US\$ 477 bilhões.

Esta recuperação foi influenciada pela melhora rápida dos indicadores macroeconômicos brasileiros. Apesar da queda de 0,97% no primeiro trimestre, os três meses seguintes apresentaram elevação do PIB em 1,91%, mostrando que os ajustes na política econômica brasileira no período de crise, com a redução de juros – de 13,65% para 10,27% – e a isenção/redução de impostos, renderam os frutos esperados. O indicador de risco das economias emergentes – o índice EMBI+ - registrou queda gradativa e fechou o semestre abaixo dos 400 pontos.

## **4.2. Investimento Brasileiro em Carteira – Ações de Companhias Estrangeiras**

### ***4.2.1. 1995 – 3º Trim. 2000***

Este período foi marcado pelo baixo volume de transações nesta conta e por mudanças na legislação brasileira objetivando facilitar o investimento brasileiro em ações de companhias estrangeiras. Duas resoluções do Conselho Monetário Nacional, uma em 1996 e outra em 2000, mudaram a forma como seria realizada esta forma de investimento. A resolução 2.318, de 26/09/1996, regulamentou as BDRs (Brazilian Depositary Receipts), tornando possível para o investidor brasileiro comprar papéis estrangeiros diretamente no mercado brasileiro. Como a movimentação de capitais brasileiros se manteve relativamente baixa, uma nova alteração foi promulgada, a resolução 2.763, de 09/08/2000, que permitiu que “os direitos obtidos em espécie pelo investidor brasileiro fossem reaplicados no exterior, desde que na subscrição ou aquisição dos valores mobiliários geradores desses direitos.” (BANCO CENTRAL, 2000).

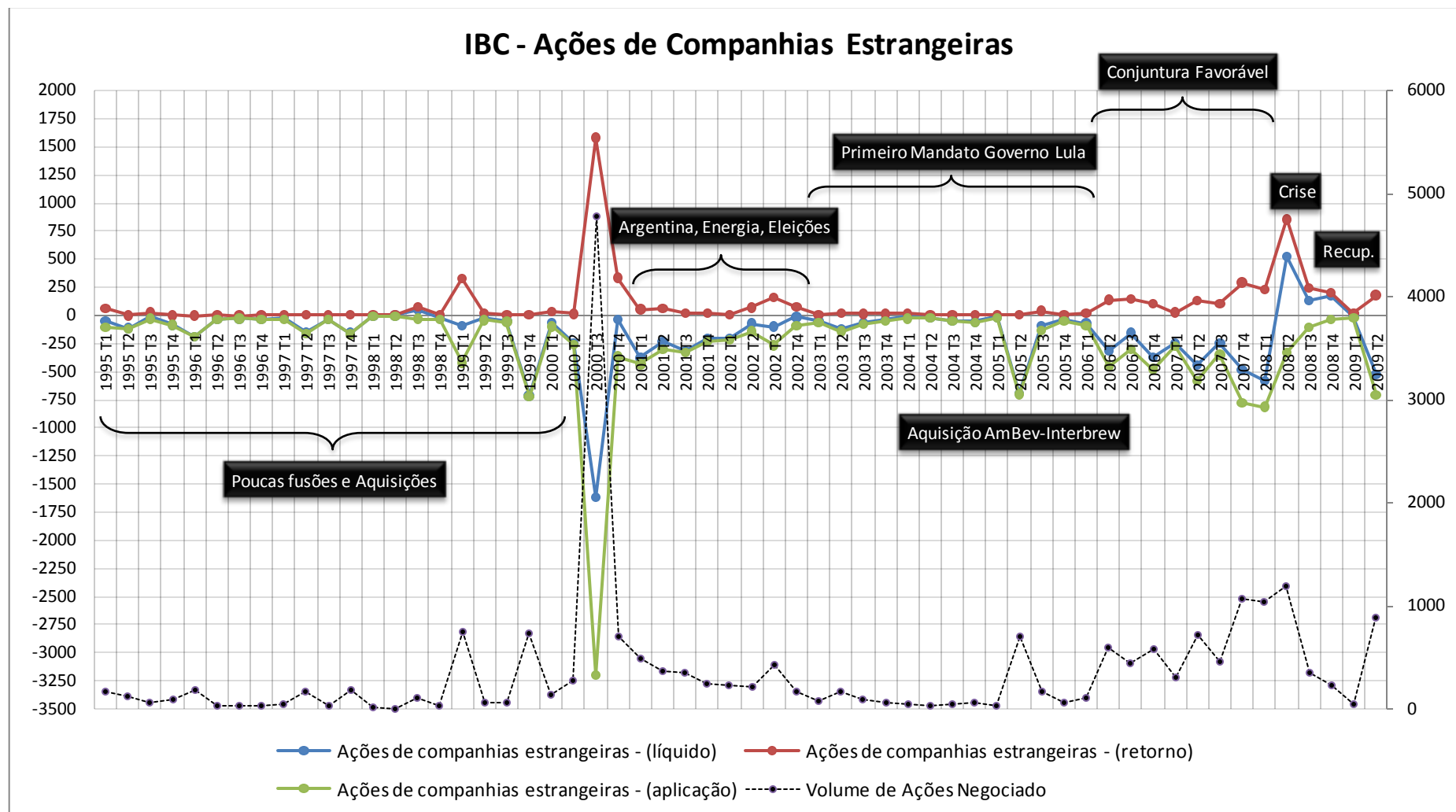


Gráfico 4.3 – Investimento Brasileiro em Carteira – Ações de Companhias Estrangeiras – US\$ Milhões (Fonte: Banco Central do Brasil)

A dificuldade de se realizar este tipo de investimento, como provam as tentativas de incentivo por parte do CMN, marcaram o comportamento desta rubrica no período, que foi de pouca movimentação. As inflexões evidenciadas no gráfico 4.3 foram resultado de uma série de operações de fusão e aquisição realizada por companhias brasileiras: Petrobras, Gerdau, Ambev, Votorantim, CVRD, Tigre, Embraco, Weg, entre outras. Todas fizeram aquisições ou se fundiram com companhias sediadas no exterior.

O saldo deste movimento foi uma entrada líquida de US\$ 3,67 bilhões, sendo que o montante negociado foi de apenas US\$351 milhões em média. Como consequência do baixo volume deste tipo de investimento, as alterações conjunturais no Brasil e no mundo parecem ter tido pouca influência sobre seu comportamento.

#### ***4.2.2. 4º Trim. 2000 – 2002***

Este período foi marcado pela elevação do volume de transações com o exterior, até o terceiro trimestre de 2002, seguida de queda no último trimestre de 2004. Apesar da média não apresentar elevação significativa, ficando em US\$354 milhões, a saída líquida de divisas foi de US\$1,54 bilhão.

Apesar da mudança na legislação relacionada às BDRs não ter surtido muito efeito, (o investimento brasileiro via BDR permaneceu praticamente sem movimentação ao longo do período, conforme o balanço divulgado pelo Banco Central<sup>11</sup>) o último trimestre de 2000 e os dois primeiros trimestres de 2001 foram favoráveis a este tipo de investimento e a economia brasileira como um todo. A taxa Selic diminuiu para 15,36% no primeiro trimestre de 2001, no menor patamar desde a adoção do regime de câmbio flutuante. A forte redução dos juros americanos, que registrou queda de 0,93% em 2000, também foi um incentivo ao

---

<sup>11</sup> Banco Central do Brasil (<http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>)

investidor a diversificar seu portfólio. Além disso, o Produto Interno Bruto cresceu 1,7% no primeiro semestre de 2001.

Este panorama foi deteriorado ao longo do segundo semestre, com o agravamento da crise argentina com os atentados terroristas de 11 de Setembro, que afetaram o desempenho dos principais indicadores da economia brasileira e mundial. O início do ano de 2002 deu novo fôlego aos investidores, sendo que o volume de transações chegou a US\$429 milhões no terceiro trimestre. No entanto, o período pós-eleitoral registrou queda acintosa, com o quarto período do ano movimentando apenas US\$63 milhões.

#### ***4.2.3. 2003 – 1º Trim. 2006***

Este período foi caracterizado basicamente pelo baixo volume de transações. Não fosse pela fusão entre a AmBev e a belga Interbrew, em abril de 2005<sup>12</sup>, que gerou um fluxo de saída de US\$646 milhões, o comportamento deste fluxo teria ficado praticamente estagnado. Se for desconsiderado o segundo trimestre de 2005 (período em que ocorreu a operação), a média trimestral foi de apenas R\$ 48 milhões. A saída líquida de recursos foi de US\$ 1,28 bilhão.

#### ***4.2.4. 2º Trim. 2006 – 1º Trim. 2008***

A partir de 2006 iniciou-se um processo de expansão das empresas brasileiras em direção a mercados no exterior, desencadeando uma mudança expressiva no patamar dos valores da conta de investimentos brasileiros no exterior. O período apresentou um movimento contínuo de aplicações líquidas. O saldo do segundo trimestre de 2006 foi a saída

---

<sup>12</sup> Folha Online (<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u95687.shtml>)

de US\$71,7 milhões, contra US\$579 milhões no primeiro trimestre de 2008, um aumento de 707%. A média trimestral de transações foi de US\$591 milhões.

Este comportamento foi resultado da melhora progressiva dos indicadores econômicos brasileiros. O Produto Interno Bruto registrou crescimento trimestral consecutivo de cerca de 1%. A relação dívida/PIB estabilizou-se abaixo dos 20%. A taxa Selic registrou queda de 35%, chegando ao patamar de 11,18%. O EMBI+ se manteve abaixo dos 500 pontos durante todo o período, refletindo o ambiente externo favorável e o aumento global da confiança dos investidores.

#### ***4.2.5. 2º Trim. 2008***

Este período foi caracterizado inicialmente pela inversão do fluxo líquido de divisas nesta conta. O saldo dos três últimos trimestres de 2008 foi a entrada de US\$836 milhões, contra uma saída líquida de US\$579 milhões, resultando, portanto, numa variação de US\$1,41 bilhões no saldo. A média negociada foi de US\$ 589,83 milhões.

O investidor brasileiro parece ter agido de forma preventiva neste período, tentando minimizar os prejuízos da crise que se aproximava. Neste trimestre, a taxa Selic manteve-se relativamente estável, com uma elevação de 0,51p.p. O câmbio continuou em sua trajetória de queda, a R\$1,65. Os títulos americanos continuaram com atratividade relativamente baixa, no patamar de 3,8% a.a. O PIB cresceu 1,5% e o risco dos países emergentes – medido pelo índice EMBI+ – manteve-se estável, abaixo dos 300 pontos.

O ambiente internacional relativamente favorável não foi suficiente para a manutenção deste tipo de ativo no exterior. O comportamento antecipado do investidor brasileiro pode ser analisado da seguinte maneira. Conforme visto anteriormente, somente no terceiro trimestre de 2008 é que as aplicações de renda fixa registraram o grande volume de resgates. Já as aplicações em renda variável precederam em um período este movimento. Isto

indica que, primeiramente, o investidor retirou seus investimentos em renda variável, por serem mais arriscados, mantendo os investimentos de renda fixa. Assim que a crise se confirmou, seguiram com a retirada deste último tipo de ativos de suas carteiras.

#### ***4.2.6. 3º Trim. 2008 – 2º Trim. 2009***

O investidor brasileiro voltou a se comportar de forma cautelosa a partir do desdobramento da crise americana, no terceiro trimestre de 2008. O movimento de resgate de ativos no mercado acionário internacional se manteve até o fim do ano, porém com menor intensidade. As aplicações foram praticamente nulas (US\$53,4 milhões em média) até o primeiro trimestre de 2009.

O comportamento desta conta no período em questão corrobora, mais uma vez, com a teoria do comportamento racional dos investidores. A deterioração do cenário internacional e seus reflexos sobre a economia brasileira contribuíram para o aumento da percepção de risco, por parte do investidor brasileiro. Conforme mencionado anteriormente, o último trimestre de 2008 apresentou resultados negativos na maioria dos indicadores macroeconômicos nacionais e internacionais.

No entanto, o comportamento deste fluxo no segundo trimestre de 2009 mostra que a confiança do investidor foi relativamente restabelecida, com a melhora nos fundamentos da economia brasileira. O volume aplicado foi de US\$705 milhões, contra US\$23,2 milhões no primeiro trimestre. As negociações chegaram a US\$886,6 milhões, contra US\$ 46,3 milhões do início do ano.



### **4.3. Investimento Estrangeiro em Carteira – Renda Fixa**

#### ***4.3.1. 1995 – 3º Trim. 1997***

Durante este período, o fluxo líquido de investimento estrangeiro em aplicações brasileiras de renda fixa registrou a entrada de US\$30,3 bilhões. A média de transações foi de US\$5,8 bilhões. A entrada de divisas superou a saída em todos os períodos, exceto no primeiro trimestre de 1995.

Este comportamento foi influenciado por fatores internos e externos. A taxa Selic, apesar de apresentar uma trajetória declinante ao longo do período, registrou uma média de 35,96%, mantendo a atratividade dos títulos brasileiros. O spread do C-Bond atingiu a mínima de 407 pontos no terceiro trimestre de 1997, contra 1170 pontos do início de 1995, demonstrando o aumento da confiança internacional no sucesso do Plano Real. As taxas de juros americanas registraram queda em 1995, mas mantiveram relativa estabilidade até o fim de 1997. O câmbio não foi fator determinante, devido ao regime semi-fixo.

## IEC - Renda Fixa

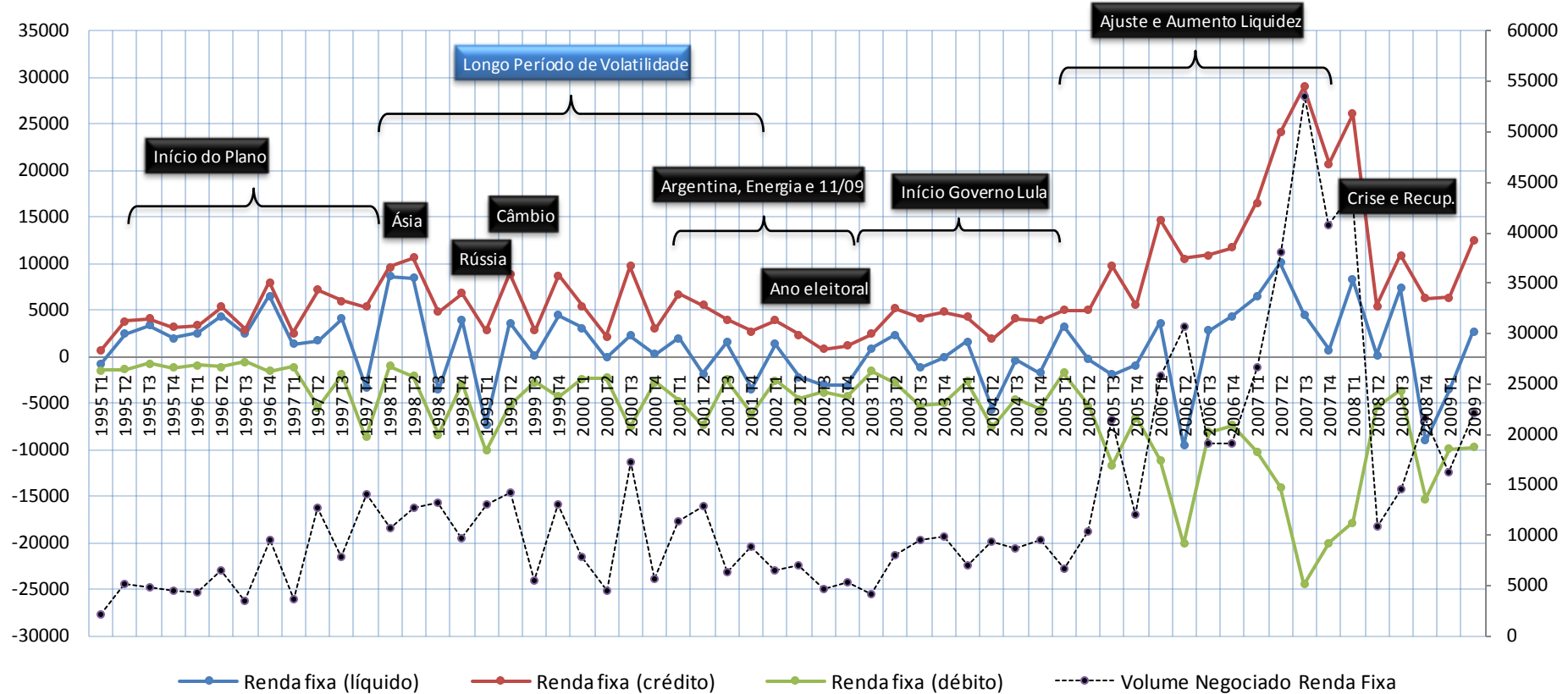


Gráfico 4.4 – Investimento Estrangeiro em Carteira – Renda Fixa – US\$ Milhões (Fonte: Banco Central do Brasil)

#### **4.3.2. 4º Trim. 1997 – 2001**

A partir do último trimestre de 1997, o desempenho deste fluxo foi marcado pela elevada volatilidade. O comportamento do investidor internacional foi condicionado por diversas crises internacionais que permearam o período, já citadas neste estudo.

A sequência de saldos positivos do investimento estrangeiro no mercado de renda fixa nacional foi quebrada pela crise asiática em 1997. No último trimestre daquele ano, a saída líquida de divisas foi de US\$3,2 bilhões, contra a entrada de US\$4,1 bilhões.

No primeiro semestre de 2008, as aplicações chegaram a US\$20,3 bilhões, frente à um resgate de US\$3,1 bilhões. Até o fim de 2001, no entanto, a conta apresentou volatilidade permanente, conforme demonstrado no Gráfico 4.4. Apesar disso, o fluxo líquido foi positivo, fechando o período em US\$22,5 bilhões. A média de negociações foi de US\$10,4 bilhões por trimestre, quase duas vezes maior que no período anterior.

Quanto aos indicadores econômicos do período, estes acompanharam o cenário internacional incerto e as dificuldades internas com a manutenção do câmbio valorizado até 1999 e o aumento da dívida pública. A taxa Selic acompanhou as crises, alternando entre períodos de elevação e queda acentuados. O câmbio continuou em trajetória ascendente, mesmo depois da desvalorização. Os juros americanos também apresentaram grande volatilidade, com queda de 1,23 p.p. em 1998 e aumento sustentado até o início de 2000, voltando a declinar até o fim do ano de 2001, quando atingiu a mínima trimestral de 4,77%. O PIB apresentou elevação de 7% até o segundo trimestre de 2001, quando a trajetória foi interrompida pela crise argentina, a crise energética e os ataques terroristas de 11 de Setembro.

#### **4.3.3. 2002**

O final do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso apresentou queda progressiva nos investimentos estrangeiros nesta conta. Houve saída líquida de divisas nos três últimos trimestres do ano, sendo que a média do volume negociado sofreu redução de 44%, ficando em US\$5,8 bilhões.

Como mencionado anteriormente, o ano foi marcado pela manutenção da alta relação dívida/PIB e pelas eleições presidenciais. A taxa de câmbio ultrapassou os R\$4,00, afetando diretamente as metas de inflação e a taxa básica de juros.

#### **4.3.4. 2003 – 1º Trim. 2005**

O início do novo governo do PT foi caracterizado pela relativa neutralidade no comportamento desta conta. O aumento da liquidez internacional, a queda da relação dívida/PIB e a queda do risco país foram contrastadas com a cautela dos investidores internacionais com relação ao novo governo. O fluxo de investimento líquido foi negativo em 633 milhões, sendo que a média de transações foi de US\$ 8 bilhões. A taxa Selic em alta a partir de 2004 – culminando em 18,46% no primeiro trimestre de 2005 – contribuiu para a redução do déficit desta rubrica, em comparação com 2002. O aumento de 6,44% do PIB no período, apesar de moderado, contribuiu para a percepção positiva da economia brasileira no exterior. O spread do C-Bond – substituído pelo Bônus Global Republica (40) a partir do terceiro trimestre de 2003 – sofreu redução de 75%, fechando o período em questão em 450 pontos.

#### ***4.3.5. 2º Trim. 2005 – 1º Trim. 2008***

O fluxo líquido deste tipo de aplicação neste período de três anos registrou a entrada de US\$28,4 bilhões no país. O volume médio negociado foi de US\$28,4 bilhões, três vezes e meia maior do que o período anterior.

Este desempenho refletiu diversos fatores, entre eles: o aumento da liquidez internacional, a redução dos juros americanos, a queda nos indicadores de risco soberano da maioria dos países emergentes, a melhora no balanço de pagamentos, a queda da dívida pública, a manutenção dos superávits fiscais, o controle da inflação e o crescimento do Produto Interno Bruto. Todos estes indicadores colaboraram para a diminuição da percepção de risco e para o aumento do fluxo de investimentos para o país, entre eles os de renda fixa.

#### ***4.3.6. 2º Trim. 2008 – 2º Trim. 2009***

A crise econômica mundial afetou, como esperado, o comportamento do investidor internacional em relação também ao Brasil. A média de negociações se reduziu para US\$ 17,1 bilhões e o elevado fluxo entrando registrado até então foi substituído pela saída líquida de US\$ 2,2 bilhões. O segundo trimestre de 2008 registrou um volume de transações de US\$10,8 bilhões, uma redução de 75% em relação ao trimestre anterior.

No entanto, com a melhora dos indicadores econômicos a partir do primeiro trimestre de 2009, esta categoria de investimento reiniciou seu movimento de recuperação, à medida que a percepção de risco do país apresentou melhora. Além disso, os títulos americanos registraram queda de 2,74 p.p., o que contribuiu para o aumento da procura por papéis brasileiros.

#### **4.4. Investimento Estrangeiro em Carteira – Ações de Companhias Brasileiras**

##### ***4.4.1. 1995 – 1997***

O volume de transações com ativos brasileiros, por parte de investidores internacionais, registrou aumento líquido ao longo deste período. Comparando o primeiro trimestre de 1995 com o último trimestre de 1997, houve um aumento de 95%, sendo que o pico de negócios foi registrado no terceiro trimestre de 1997. A entrada líquida de divisas foi de US\$16,2 bilhões.

Este período foi marcado, conjuntamente, pela consolidação do Plano Real e pela melhora da percepção de risco do Brasil no exterior, interrompida pelo efeito contágio decorrente da crise asiática. A redução de 49% na taxa Selic foi substituída pelo aumento de 15% no último trimestre do período. A queda constante do spread do C-Bond, de 1169 para 407 pontos até o terceiro trimestre de 1997 e o aumento súbito de 37% no último trimestre de 1997 é um termômetro adequado do período que enfrentava a economia do país.

##### ***4.4.2. 1998 – 3º Trim. 2004***

O longo intervalo de crises e adversidades – externas e internas, como já foi visto – enfrentado pela economia brasileira teve reflexos diretos sobre este fluxo neste período. Foi caracterizado pela queda no volume de negociações que, de US\$20 bilhões no último trimestre de 2007, foi se reduzindo gradativamente até a mínima de US\$ 3,17 bilhões, no primeiro trimestre de 2003, finalizando esta fase em R\$5,9 bilhões. A entrada líquida de capitais de renda variável foi de US\$14,7 bilhões.

## IEC - Ações de Companhias Brasileiras

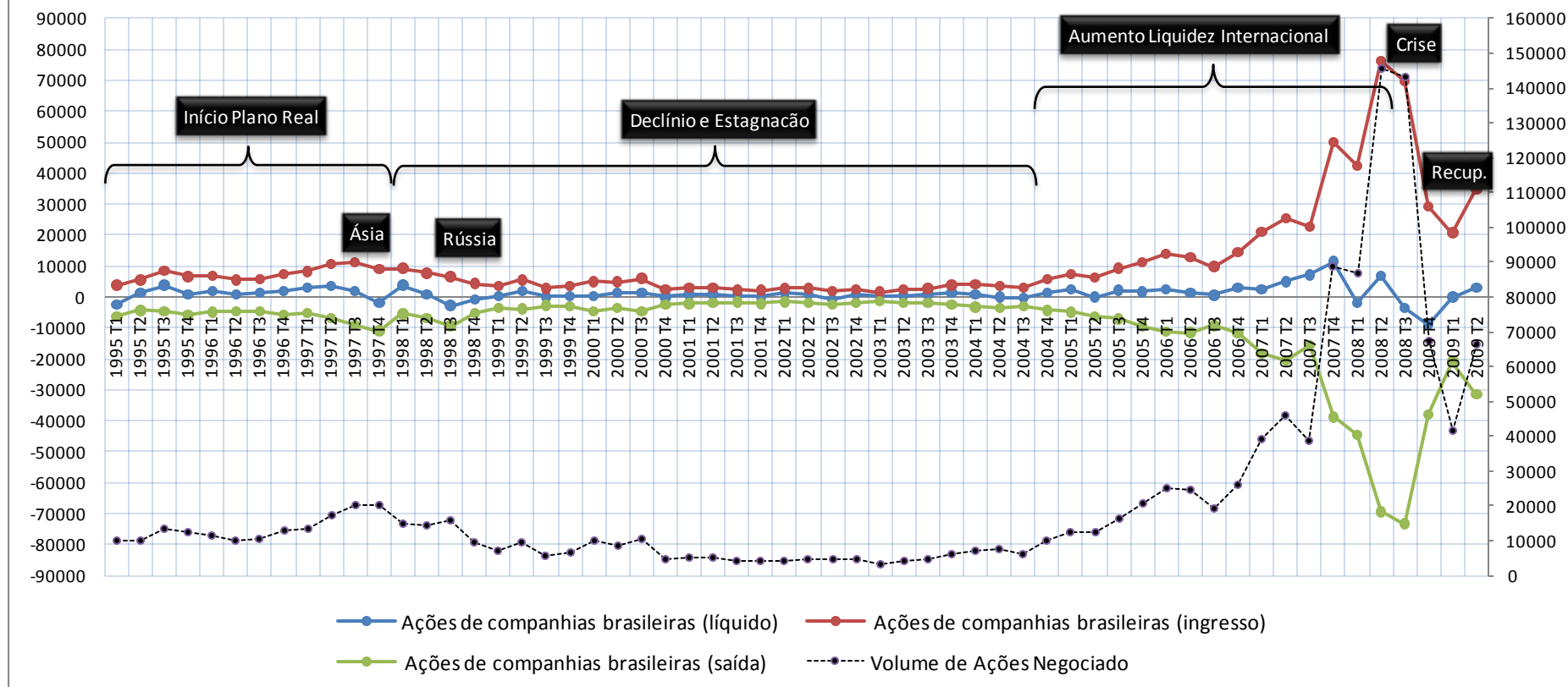


Gráfico 4.5 – Investimento Estrangeiro em Carteira – Ações de Companhias Brasileiras – US\$ Milhões (Fonte: Banco Central do Brasil)

A manutenção do spread do C-Bond acima dos 600 pontos durante todo este período, com picos de 1187 pontos no início de 1999 e de 1784 pontos no último trimestre de 2002, não só refletiram o ambiente incerto como influenciaram as decisões de investimento dos investidores não-residentes. Outros indicadores já mencionados, como dívida, déficit externo e flutuações no ritmo de crescimento da economia também corroboraram com esta visão.

#### ***4.4.3. 4º Trim. 2004 – 2º Trim. 2008***

Este período foi marcado pelo aumento sem precedentes do volume de ativos de empresas sediadas no Brasil negociados com o exterior. Entre 2005 e 2006, o aumento foi moderado, sendo que o último trimestre de 2006 terminou com US\$26,19 bilhões sendo negociados, contra apenas US\$10 bilhões do último trimestre de 2004. Já o segundo trimestre de 2008 registrou o recorde histórico de US\$145 bilhões. O aumento entre o primeiro e o último trimestre do período em questão foi de 1350%, em transações deste tipo. O investimento líquido foi de US\$ 46,6 bilhões.

Esta expansão foi resultado do longo período de estabilidade conjuntural, tanto interna quanto externa, que devolveram a credibilidade do país como receptor de investimentos. Indicadores como a queda do risco-país (de 591 para 206 pontos), o aumento das reservas internacionais (de US\$50,8 para US\$198,1 bilhões, um aumento de 290%), a queda da relação dívida/PIB (de 30,3% para 14,1%), a redução dos juros americanos (9,6 p.p.) e o crescimento do PIB (média trimestral de 1,51%) contribuíram para o aumento de atratividade dos ativos brasileiros.



#### **4.4.4. 3º Trim. 2008 – 2º Trim. 2009**

A crise mundial afetou negativamente o comportamento deste fluxo, também. Apesar da recuperação iniciada a partir do início de 2009, a saída líquida de divisas foi de US\$ 2,2 bilhões, com uma média de US\$17 bilhões negociados, uma queda de 40%.

Como é possível observar do Gráfico 4.5, o menor nível do volume transacionado após a crise deflagrada no terceiro trimestre de 2008 foi de US\$41,5 bilhões. Este patamar ainda se manteve mais elevado do que todos os resultados anteriores ao primeiro trimestre de 2007. As razões da rápida recuperação do volume de investimento em ações de companhias brasileiras, pelo fato de ser um fenômeno recente, ainda precisam ser interpretadas e compreendidas. Não obstante, o grande colchão de reservas construído ao longo do período anterior, conjugado com o equilíbrio fiscal e monetário, parecem ter exercido papel fundamental na persistência do país como destino deste tipo de investimento.

#### **4.5. Inferência Estatística**

Após a análise qualitativa acima, será apresentado o trabalho de análise da correlação linear de Pearson entre as variáveis de investimento e os indicadores econômicos selecionados como condicionantes do investimento. O objetivo é investigar a hipótese de que existe uma correlação entre o comportamento de determinados indicadores econômicos brasileiros e o comportamento da entrada e saída de capitais via investimento em carteira. Adicionalmente, será verificada a significância estatística de cada coeficiente de correlação – pelo cálculo de seu valor-p.

#### **4.5.1. Metodologia**

Os resultados abaixo foram obtidos com a utilização do software *SPSS Statistics*, utilizando o teste bicaudal de significância.  $N$  é o número de dados observados. Foi estimado o coeficiente de correlação de Pearson, considerando o nível de significância de 5%. Para efeito de análise dos resultados, foi escolhido  $r < -0,5$  e  $r > 0,5$  como sendo o critério de classificação de um coeficiente como relativamente forte<sup>13</sup>. Os resultados em vermelho são estatisticamente significantes<sup>14</sup> (valor- $p < 0,05$ ). Áreas sombreadas em amarelo representam resultados com correlação forte e significância estatística. Com o intuito de detectar a defasagem temporal nos resultados estatísticos, cada variável pesquisada (entrada, saída, saldo e volume transacionado) foi correlacionada com os indicadores escolhidos (Selic, Câmbio, T-Notes, e Risco-país) em três cenários diferentes. Na primeira matriz, as variáveis são contemporâneas aos indicadores. Na segunda ( $t+1$ ), as variáveis são atrasadas em um trimestre, em relação aos indicadores (ex: o segundo trimestre de 1999 é correlacionado com indicadores do trimestre anterior). E na terceira ( $t-1$ ), as variáveis são adiantadas em um trimestre.

#### **4.5.2. IEC – Ações de Companhias Brasileiras**

De acordo com a Tabela 4.1, tanto o fluxo de entrada quanto de saída apresentaram correlações fortes com o risco-país e com o PIB. O risco-país apresentou correlação negativa com a entrada de investimento e positiva com a saída. Este

---

<sup>13</sup> A classificação de uma correlação como fraca, moderada ou forte é arbitrária e depende basicamente do contexto e do propósito do estudo. Uma correlação de 0,9 pode ser considerada fortíssima no campo das ciências sociais, onde pode haver uma maior contribuição de fatores complicadores no comportamento das variáveis. Já na verificação, por exemplo, de uma lei física, com a utilização de instrumentos de precisão, o mesmo coeficiente pode ser considerado extremamente fraco. (COHEN, 1988).

<sup>14</sup> O limite de 5% para a significância estatística é considerado satisfatório para que o resultado de uma correlação tenha valor estatístico, apesar de ser um valor arbitrário. (BARBETTA, 2006).

comportamento é esperado, de acordo com a teoria, já que aponta que este indicador, como medida da percepção de risco por parte dos investidores, pode afetar as decisões de investimento, ou seja, um aumento deste índice pode contribuir para o aumento da saída de investimento e a diminuição da entrada. A persistência da correlação, mesmo em  $t-1$ , sugere que estes fluxos tenham antecipado as mudanças das variáveis macroeconômicas e ajustado suas decisões de investimento antes da mudança no risco-país. O cenário  $t+1$  mostra que existe inércia no comportamento do investidor em relação a mudanças no risco-país.

Quanto à correlação com o PIB, o comportamento da entrada e da saída de investimento foi ainda mais consistente. Nos três cenários o PIB foi positivamente correlacionado com a entrada de investimento e negativamente relacionado com a saída. Este resultado é esperado, já que o aumento do PIB representa uma melhora da percepção de risco - pois está relacionado com a geração de resultados pelas companhias brasileiras - e pode levar ao aumento da entrada, simultaneamente à diminuição da saída. A persistência deste comportamento em  $t+1$  implica em defasagem temporal nestas relações. Já em  $t-1$ , as correlações indicam que o investimento, se canalizado para o setor real da economia, pode refletir no aumento da renda.

IEC – Ações		Selic	Câmbio	T-Notes	Risco-país	PIB
<b>Saldo</b>	<b>Correlação</b>	-0,121	-0,099	0,078	<b>-0,366</b>	0,124
	<b>Significância</b>	0,365	0,458	0,561	0,005	0,352
	<b>N</b>	58	58	58	58	58
<b>Entrada</b>	<b>Correlação</b>	<b>-0,346</b>	-0,143	<b>-0,389</b>	<b>-0,549</b>	<b>0,729</b>
	<b>Significância</b>	0,008	0,284	0,003	0,000	0,000
	<b>N</b>	58	58	58	58	58
<b>Saída</b>	<b>Correlação</b>	<b>0,333</b>	0,129	<b>0,414</b>	<b>0,497</b>	<b>-0,725</b>
	<b>Significância</b>	0,011	0,336	0,001	0,000	0,000
	<b>N</b>	58	58	58	58	58
<b>t+1</b>						
<b>Saldo</b>	<b>Correlação</b>	-0,212	-0,159	0,123	<b>-0,320</b>	0,159
	<b>Significância</b>	0,114	0,237	0,362	0,015	0,237
	<b>N</b>	57	57	57	57	57
<b>Entrada</b>	<b>Correlação</b>	<b>-0,323</b>	-0,126	<b>-0,425</b>	<b>-0,449</b>	<b>0,694</b>
	<b>Significância</b>	0,014	0,349	0,001	0,000	0,000
	<b>N</b>	57	57	57	57	57
<b>Saída</b>	<b>Correlação</b>	<b>0,291</b>	0,100	<b>0,458</b>	<b>0,400</b>	<b>-0,681</b>
	<b>Significância</b>	0,028	0,459	0,000	0,002	0,000
	<b>N</b>	57	57	57	57	57
<b>t-1</b>						
<b>Saldo</b>	<b>Correlação</b>	0,038	-0,035	0,073	-0,199	0,062
	<b>Significância</b>	0,779	0,797	0,589	0,138	0,648
	<b>N</b>	57	57	57	57	57
<b>Entrada</b>	<b>Correlação</b>	<b>-0,341</b>	-0,121	<b>-0,373</b>	<b>-0,573</b>	<b>0,720</b>
	<b>Significância</b>	0,009	0,371	0,004	0,000	0,000
	<b>N</b>	57	57	57	57	57
<b>Saída</b>	<b>Correlação</b>	<b>0,356</b>	0,118	<b>0,395</b>	<b>0,551</b>	<b>-0,727</b>
	<b>Significância</b>	0,006	0,384	0,002	0,000	0,000
	<b>N</b>	57	57	57	57	57

Tabela 4.1 – Correlação e Significância – IEC – Ações de Companhias Brasileiras

### 4.5.3. IEC – Renda Fixa

As correlações envolvendo o investimento em renda fixa se comportaram de maneira análoga ao investimento em ações, conforme os resultados da Tabela 4.2.

IEC - Renda Fixa		Selic	Câmbio	T-Notes	Risco-país	PIB
Saldo	Correlação	0,015	<b>-0,364</b>	0,214	<b>-0,313</b>	-0,016
	Significância	0,909	0,005	0,106	0,017	0,907
	N	58	58	58	58	58
Entrada	Correlação	<b>-0,383</b>	-0,110	-0,236	<b>-0,661</b>	<b>0,585</b>
	Significância	0,003	0,412	0,075	0,000	0,000
	N	58	58	58	58	58
Saída	Correlação	<b>0,444</b>	-0,155	<b>0,430</b>	<b>0,506</b>	<b>-0,673</b>
	Significância	0,000	0,245	0,001	0,000	0,000
	N	58	58	58	58	58
t+1						
Saldo	Correlação	-0,024	<b>-0,356</b>	<b>0,268</b>	-0,188	-0,015
	Significância	0,862	0,007	0,044	0,162	0,913
	N	57	57	57	57	57
Entrada	Correlação	<b>-0,406</b>	-0,148	-0,222	<b>-0,579</b>	<b>0,596</b>
	Significância	0,002	0,273	0,097	0,000	0,000
	N	57	57	57	57	57
Saída	Correlação	<b>0,439</b>	-0,108	<b>0,456</b>	<b>0,508</b>	<b>-0,683</b>
	Significância	0,001	0,426	0,000	0,000	0,000
	N	57	57	57	57	57
t-1						
Saldo	Correlação	0,125	<b>-0,264</b>	0,257	-0,150	-0,052
	Significância	0,356	0,047	0,053	0,265	0,703
	N	57	57	57	57	57
Entrada	Correlação	<b>-0,323</b>	-0,063	-0,188	<b>-0,622</b>	<b>0,562</b>
	Significância	0,014	0,639	0,162	0,000	0,000
	N	57	57	57	57	57
Saída	Correlação	<b>0,459</b>	-0,132	<b>0,409</b>	<b>0,583</b>	<b>-0,672</b>
	Significância	0,000	0,327	0,002	0,000	0,000
	N	57	57	57	57	57

Tabela 4.2 – Correlação e Significância – IEC – Renda Fixa

O risco-país parece afetar negativamente a compra de títulos brasileiros e positivamente sua venda, o que é esperado. A manutenção deste comportamento em t+1 sugere defasagem temporal e em t-1 sugere que o aumento da procura por títulos, elevando

seus preços e por consequência diminuindo suas taxas, leva à redução do spread entre os títulos brasileiros e americanos.

O comportamento dos fluxos em relação ao PIB também corrobora com a teoria. Um aumento no PIB pode significar melhora na percepção de risco de investimento, atraindo mais compradores e diminuindo as vendas de títulos. A defasagem temporal é identificada em  $t+1$ . A persistência destas correlações em  $t-1$  sugere que o investimento em renda fixa, assim como o investimento acionário, pode ter reflexos positivos na formação de renda, pois as captações feitas por empresas, na forma de debêntures e commercial papers, são geralmente reinvestidas na formação bruta de capital fixo.

#### ***4.5.4. IBC – Ações de Empresas Estrangeiras***

Nenhuma correlação entre o investimento brasileiro em ações de empresas estrangeiras foi identificada como forte ou como estatisticamente significativa (Gráfico 4.3). Este resultado sugere que o comportamento deste fluxo deve ser explicado por outras variáveis macroeconômicas, como também microeconômicas - pelas decisões de investimento de empresas e investidores brasileiros no exterior - externas a este estudo.

IBC - Ações		Selic	Câmbio	T-Notes	Risco-país	PIB
Saldo	Correlação	0,180	-0,036	-0,060	0,124	-0,048
	Significância	0,177	0,788	0,652	0,354	0,718
	N	58	58	58	58	58
Entrada	Correlação	-0,202	-0,028	-0,085	-0,103	0,225
	Significância	0,127	0,833	0,528	0,442	0,090
	N	58	58	58	58	58
Saída	Correlação	0,221	-0,008	0,007	0,133	-0,150
	Significância	0,095	0,954	0,959	0,319	0,260
	N	58	58	58	58	58
t+1						
Saldo	Correlação	0,171	-0,014	-0,118	0,092	-0,023
	Significância	0,204	0,917	0,380	0,497	0,865
	N	57	57	57	57	57
Entrada	Correlação	-0,189	0,003	-0,136	-0,050	0,223
	Significância	0,158	0,984	0,315	0,709	0,095
	N	57	57	57	57	57
Saída	Correlação	0,209	-0,010	-0,001	0,085	-0,134
	Significância	0,119	0,939	0,992	0,531	0,319
	N	57	57	57	57	57
t-1						
Saldo	Correlação	0,170	-0,064	-0,101	0,076	-0,017
	Significância	0,206	0,635	0,453	0,576	0,900
	N	57	57	57	57	57
Entrada	Correlação	-0,204	-0,054	-0,056	-0,147	0,215
	Significância	0,128	0,689	0,678	0,274	0,108
	N	57	57	57	57	57
Saída	Correlação	0,216	-0,012	-0,034	0,126	-0,125
	Significância	0,107	0,932	0,802	0,350	0,353
	N	57	57	57	57	57

Tabela 4.3 – Correlação e Significância – IBC – Ações de Companhias Estrangeiras

#### 4.5.5. IBC – Renda Fixa

Apesar de estatisticamente significantes, nenhuma das correlações destacadas na Tabela 4.4 foi identificada como forte. Este resultado sugere que o fluxo de investimento brasileiro em renda fixa no exterior não possui relação com os indicadores apresentados neste estudo e que devem existir fatores conjunturais adicionais que possam determinar seu comportamento.

As baixas correlações encontradas no estudo do investimento brasileiro em carteira, tanto acionário como em renda fixa, levam à conclusão de que, pelo fato da economia brasileira não ter tradição na exportação de capital, por ser um fenômeno recente, as decisões dos agentes econômicos em relação a este tipo de investimento não conseguem ser captadas por variáveis macroeconômicas.

Apesar das baixas correlações, os resultados em vermelho parecem apontar para uma relação entre o fluxo de investimento brasileiro e três variáveis: as taxas de juros das *Treasury Notes*, o risco-país e o Produto interno bruto. A saída de recursos tem correlação positiva com as Notes e o risco-país, conforme esperado, pois o aumento das taxas americanas e do risco aumenta a demanda por papéis estrangeiros. Já o aumento do PIB tem correlação negativa, já que faz com que os ativos domésticos se tornem mais atraentes.

A entrada de divisas seguiu a lógica inversa, como esperado. O aumento dos juros e do risco-país a afetam negativamente, ao contrário do PIB que, no caso de uma elevação, incentiva o retorno de aplicações realizadas no exterior. A persistência destas correlações em  $t+1$  sugere uma defasagem temporal de ajuste de expectativas. Já em  $t-1$  sugere a antecipação dos investidores em relação a possíveis mudanças nas variáveis correlacionadas.



IBC - Renda Fixa		Selic	Câmbio	T-Notes	Risco-país	PIB
Saldo	Correlação	-0,124	-0,019	-0,040	-0,166	0,155
	Significância	0,352	0,890	0,765	0,213	0,245
	N	58	58	58	58	58
Entrada	Correlação	-0,164	0,095	<b>-0,325</b>	-0,359	<b>0,432</b>
	Significância	0,217	0,477	0,013	0,006	0,001
	N	58	58	58	58	58
Saída	Correlação	0,083	-0,133	<b>0,356</b>	<b>0,280</b>	<b>-0,378</b>
	Significância	0,538	0,320	0,006	0,033	0,003
	N	58	58	58	58	58
<b>t+1</b>						
Saldo	Correlação	-0,195	0,010	-0,067	-0,170	0,158
	Significância	0,147	0,940	0,620	0,205	0,240
	N	57	57	57	57	57
Entrada	Correlação	-0,224	0,081	<b>-0,353</b>	<b>-0,390</b>	<b>0,454</b>
	Significância	0,094	0,548	0,007	0,003	0,000
	N	57	57	57	57	57
Saída	Correlação	0,088	-0,089	<b>0,366</b>	<b>0,312</b>	<b>-0,401</b>
	Significância	0,513	0,510	0,005	0,018	0,002
	N	57	57	57	57	57
<b>t-1</b>						
Saldo	Correlação	-0,176	-0,071	-0,006	-0,165	0,163
	Significância	0,191	0,600	0,966	0,220	0,225
	N	57	57	57	57	57
Entrada	Correlação	-0,249	0,057	<b>-0,326</b>	<b>-0,421</b>	<b>0,436</b>
	Significância	0,062	0,675	0,013	0,001	0,001
	N	57	57	57	57	57
Saída	Correlação	0,136	-0,135	<b>0,388</b>	<b>0,354</b>	<b>-0,374</b>
	Significância	0,312	0,318	0,003	0,007	0,004
	N	57	57	57	57	57

Tabela 4.4 – Correlação e Significância – IBC – Renda Fixa

#### 4.6. O Investimento de Portfólio em Perspectiva

Através da análise qualitativa da evolução dos fluxos de investimento em carteira estudados neste capítulo, foi possível identificar que a conjuntura econômica tem papel determinante no comportamento dos agentes econômicos, tanto estrangeiros quanto brasileiros. Os diversos eventos macroeconômicos, sejam eles crises externas, mudanças na

política econômica ou períodos eleitorais, representaram inflexões no comportamento dos fluxos de investimento. Além disso, é possível perceber o crescimento da corrente de investimento (ou volume de transações), principalmente a partir de 2005-2006 até a crise de insolvência dos bancos americanos no fim de 2008, período marcado pelo ambiente macroeconômico extremamente favorável, seja pela ausência de choques externos ou internos ou pela progressiva melhora dos indicadores macroeconômicos nacionais.

Adicionalmente, os resultados da análise estatística, apesar de relativamente inconclusivos na maioria das correlações, nos deixam algumas indicações. A primeira é que o investimento estrangeiro, seja em ações de companhias brasileiras seja em títulos de renda fixa, tem forte ligação com o comportamento do Produto Interno Bruto e com a percepção de risco dos agentes econômicos, expressa pelo risco-país. A segunda é o baixo volume movimentado pelo investimento brasileiro em ações, que não conseguiu refletir a evolução dos principais indicadores macroeconômicos. Em terceiro lugar, o investimento brasileiro em renda fixa mostra uma relação, apesar de não muito forte, com variações nas taxas de juros americanas, o risco-país e também com o Produto Interno Bruto.

## 5. CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho foram analisados os comportamentos dos fluxos de investimento em carteira, nas modalidades de renda fixa e variável, realizados pelo Brasil no exterior e pelo investidor estrangeiro no país, no período de 1995 ao primeiro semestre de 2009.

Esta pesquisa foi feita sob a luz das teorias envolvendo esta área da economia brasileira – a contabilidade social (contas nacionais e do balanço de pagamentos), e as finanças (a relação risco e retorno do investidor e a diversificação de portfólio). A evolução das contas estudadas aqui também foi contextualizada na revisão conjuntural da economia brasileira, com ênfase no comportamento do setor externo e nos principais eventos macroeconômicos que permearam este período.

O período que seguiu uma das maiores conquistas da política econômica brasileira – a estabilidade de preços – pode ser separado em três fases distintas, em relação ao comportamento dos fluxos de investimento.

A primeira foi da implantação do Plano Real até as crises que levaram à desvalorização cambial antecipada. Durante os primeiros anos do Plano, conforme o tempo mostrava aos olhos do mundo que a estabilidade não seria efêmera como em outras ocasiões, apesar da deterioração das contas externas – expostas no capítulo 3 – o investimento em carteira, principalmente estrangeiro, deu indícios de elevação lenta e gradual, refletindo a mudança de expectativas em relação aos fundamentos da economia brasileira.

A segunda fase foi a época dos choques macroeconômicos. A começar pela crise asiática, passando pela moratória da Rússia, a conseqüente mudança de regime cambial, o “contágio” argentino, a crise energética, os ataques terroristas de 11 de Setembro, culminando na primeira ascensão de um partido de esquerda à presidência nacional, todos estes

“solavancos” pelos quais a economia brasileira teve de passar, sem perder o equilíbrio de preços e sem desistir no meio do caminho – com uma eventual moratória da dívida – tiveram reflexos no desenvolvimento do investimento em carteira, como foi possível verificar nos gráficos do capítulo 4.

A partir de 2003, graças ao longo período de ajuste que remonta ao início do Plano Real – com mudança de regime de câmbio, acordos com o Fundo Monetário Internacional, e forte aperto monetário e fiscal -, a economia brasileira iniciou um longo processo ascendente de recuperação de seus princípios macroeconômicos. Ao começar pela recuperação do saldo em conta corrente e a conseqüente recuperação do volume de reservas internacionais, o país conseguiu também a redução do montante e a recomposição da dívida pública, uma relativa diminuição nas taxas de juros – com reflexos importantíssimos sobre o crédito e o nível de atividade – e a manutenção da estabilidade cambial – tão importante para o planejamento no longo prazo<sup>15</sup>. A melhora no contexto macroeconômico parece ter efeitos claros sobre o comportamento dos fluxos estudados, evidenciado pelo aumento exponencial do investimento estrangeiro e do crescimento das relações entre os investidores nacionais e o resto do mundo, principalmente a partir de 2005. Até mesmo o investimento brasileiro em ações apresentou um movimento consistente de aplicações, fenômeno sem precedentes até então.

O investimento em carteira, por ser de natureza muito mais líquida do que o investimento direto e geralmente de prazo mais curto, tem mobilidade muito maior e por isso, reage mais rapidamente a mudanças de ordem conjuntural, mesmo que estas sejam de pequena grandeza no longo prazo. É por isso que os gráficos do capítulo 4 parecem contar, por si sós, um pouco da história da economia brasileira contemporânea, registrando em suas inflexões os eventos ocorridos ao longo do período.

---

<sup>15</sup> É importante destacar que estes resultados foram em grande parte favorecidos pelo aumento da liquidez internacional e pelo longo período de crescimento da economia mundial.

Apesar da redução drástica no fluxo de investimento em carteira evidenciado no fim do ano de 2008, os dois primeiros trimestres de 2009 parecem apresentar rápida recuperação. Isto nos permite fazer a afirmação de que o país mostra muito mais preparado para choques externos. O longo período de relativa prosperidade macroeconômica que antecedeu a crise parece ter servido para enraizar as relações de investimento do Brasil com o resto do mundo e para consolidar a sustentabilidade da política econômica nacional.

Desde a abertura econômica brasileira do início dos anos 1990, esta forma de investimento passou de mero coadjuvante (ver Gráfico 1) a um condicionante importante no financiamento do balanço de pagamentos brasileiro e - no caso do investimento estrangeiro - uma variável que afeta diretamente o nível de atividade da economia (conforme foi evidenciado na inferência estatística do Capítulo 5), possibilitando que empresas e governo utilizem a poupança externa como mola de propulsão para seu crescimento. O mais importante, portanto, é que este aumento da importância do fluxo de investimento em carteira seja percebido pelas autoridades brasileiras e que o seja atribuído seu devido peso nas estratégias de desenvolvimento elaboradas pelos futuros líderes da nação.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2008. 304 p.

BARBETTA, Pedro Alberto. . **Estatística aplicada as ciencias sociais**. 7. ed. rev. Florianópolis, SC: Ed. da UFSC, 2007. 315p.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. G. **Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. 1 ed. São Paulo: Civilização Brasileira, 2002. 411 p.

CARVALHO, M. A.; SILVA C. R. L. **Economia Internacional**. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2002. 300 p.

CHACHOLIADES, Miltiades. **Intreernational economics**. New York: McGraw-Hill Publishing, 1990. 595p.

COHEN, J. **Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences**. 2 ed. Lawrence Erlbaum, 1988. 567p.

ELLSWORTH, P. T. **Economia Internacional**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 1978. 606 p.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil**. 2 ed. São Paulo: Elsevier, 2001. 475 p.

GIAMBIAGI, Fábio et al (orgs). **Economia Brasileira Contemporânea (1945–2004)**. São Paulo: Campus/Elsevier, 2005. 425p.

GONÇALVES, Reinaldo, et AL. **A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira**. 2 ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998. 392 p.

HILLBRECHT, Ronald. **Economia Monetária**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 1999. 256 p.

KENEN, Peter B. **Economia Internacional: Teoria e Prática**. 4 ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998. 648 p.

KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. **Economia Internacional: Teoria e Prática**. 6 ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005. 558 p.

LEITE, Antonio Dias. **A Economia Brasileira: de Onde Viemos e Onde Estamos**. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004. 240 p.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia Monetária**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 1996. 368 p.

MAIA, Jayme de Mariz. **Economia Internacional e Comércio Exterior**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1999. 427 p.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. 5 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000. 504 p.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 5 ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002. 711 p.

REGO, José Márcio; MARQUES, Rosa Maria (orgs). **Economia Brasileira**. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2006. 304 p.

## **FONTES DE PESQUISA**

DIEESE. A Crise Mexicana e a Economia da América Latina. Disponível em: <http://www.dieese.org.br/esp/real/cjufov95.xml>. Acesso em Setembro de 2009.

AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fábio. **A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Consequências**. Disponível em: <HTTP://www.bndes.gov.br/conhecimento/td/td-77.pdf>. Acesso em Setembro de 2009.

BRASIL, Banco Central do. **Séries Temporais – Tabelas Especiais - Balanço de Pagamentos**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>. Acesso em Setembro de 2009.

BRASIL, Banco Central do. **Boletim do BC – Relatório Anual**. Disponíveis em <http://www.bcb.gov.br/?RED-BOLETIMANO>. Acesso em Outubro de 2009.

GOMES, Keiti da Rocha. **Dívida Pública e Risco-País**. Disponível em: [http://www.fipe.org.br/Publicacoes/downloads/bif/2009/1\\_20-25-keiti.pdf](http://www.fipe.org.br/Publicacoes/downloads/bif/2009/1_20-25-keiti.pdf). Acesso em Outubro de 2009.

Centro de Pesquisas Econômicas, UFPR. **Boletim de Economia e Tecnologia**. Disponível em: [http://www.boletimdeconjuntura.ufpr.br/boletim/Economia\\_&Tecnologia\\_Ano\\_04\\_Vol\\_013.pdf](http://www.boletimdeconjuntura.ufpr.br/boletim/Economia_&Tecnologia_Ano_04_Vol_013.pdf). Acesso em Outubro de 2009.

Senado Federal. **Boletim Senado Federal**. Disponível em: <http://www.senado.gov.br/web/comissoes/documentos/SSCEPI/Boletim%20n%C2%BA%207%20%20.pdf>. Acesso em Outubro de 2009.

Banco Central do Brasil. **Dúvidas Frequentes**. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ09-Risco-Pa%C3%ADs.pdf>. Acesso em Setembro de 2008.

FRANCO, Gustavo. **O Risco Brasil e Seus Avaliadores**. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a77.htm>. Acesso em Outubro de 2009.